# Monetary Policy Report

*– November 1996 –*

# Summary

Throughout the past six months, consumer price inflation has remained in the lower half of the Bank of Canada's inflation-control target range.

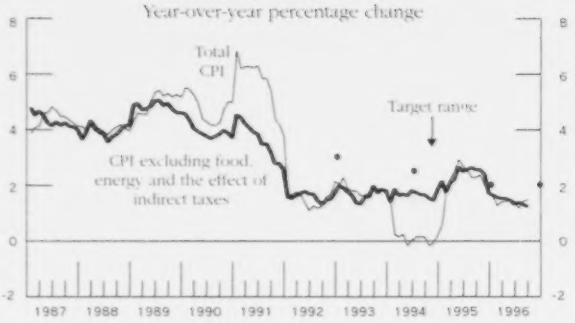
Over this period, with continued downward pressure on the trend of inflation coming from the margin of unused capacity in the economy, the Bank of Canada took further action to ease monetary conditions. In response to the cumulative monetary ease now in place, recent indicators are pointing to a quickening in the pace of economic activity for the rest of this year and into 1997.

Moreover, Canada's favourable economic fundamentals have allowed short- and medium-term interest rates to fall substantially below those in the United States and have led to growing confidence among both domestic and foreign investors that these negative interest rate differentials can be sustained.

The major uncertainty for monetary policy continues to centre on how rapidly the economy will rebound and the implications for the degree of downward pressure on inflation over the medium term.

**Consumer Price Index**

Year-over-year percentage change



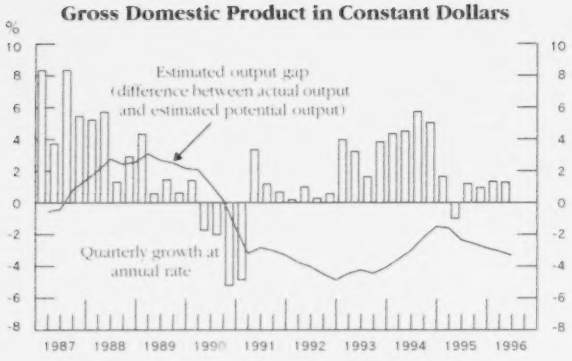

• Midpoint of the inflation-control target range

"We do not regard price stability as an end in itself, nor as a cure-all; rather it is the means by which the Bank of Canada can promote a more dynamic economy, one that is better able to raise the prosperity of Canadians."

– Gordon Thiessen

Remarks at the École des Hautes Études Commerciales (HEC), Montreal, Quebec
9 October 1996

**Gross Domestic Product in Constant Dollars**




## *Factors affecting inflation*

During the first half of 1996, downward pressure on inflation continued to come from spare capacity in product markets and slack in labour markets.

In the face of a very sharp reduction in inventories, weak business investment and continuing restraint by both federal and provincial governments, total demand remained sluggish over this period. As a result, the gap between the actual and potential output of the economy widened further to an estimated 3 to 3 1/2 per cent at midyear.

There were, at the same time, a number of indications of gathering momentum in underlying demand in the first half of 1996.

Final sales strengthened considerably in the second quarter of the year. Consumer confidence improved, spurred by lower interest rates and increased private sector job creation. This growing optimism was reflected in a substantial increase in residential construction.

As well, a flourishing export sector, supported by strong U.S. demand for Canadian products and highly competitive Canadian industries, moved Canada's balance of international payments into a surplus position for the first time since the end of 1984.

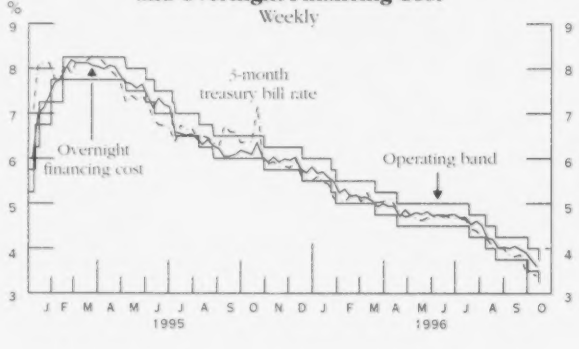
Cost pressures have been moderate. Wage increases have remained low, at levels almost the same as those in 1995. Productivity growth, which had stalled in 1995, picked up slightly in the first half of 1996, thereby easing overall labour costs per unit of output.

## *Achieving the inflation-control targets*

Since May, the Bank has reduced the Bank Rate and its operating band for the overnight interest rate by one-quarter of a percentage point on five occasions, in light of persistent disinflationary pressures. The two most recent reductions represented a response to a strengthening of the Canadian dollar and were designed to keep overall monetary conditions from tightening. Monetary conditions have now eased significantly, by about 300 basis points since the autumn of 1995.

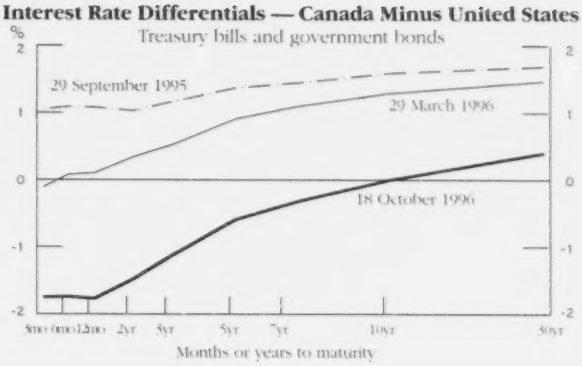
Financial markets have reacted positively to the cuts in the Bank Rate, recognizing that they

**3-Month Treasury Bill Rate and Overnight Financing Cost**



were consistent with Canada's solid economic fundamentals — an improving fiscal situation, a dramatic improvement in our balance of international payments, and low inflation. These factors have firmly underpinned the value of the Canadian dollar, and Canadian short- and medium-term interest rates have fallen significantly below those in the United States. While very long-term interest rates in Canada remain higher than comparable U.S. rates, the differentials are now below historical averages.

**Interest Rate Differentials — Canada Minus United States**




## *The outlook for inflation*

Canada's external economic environment remains positive.

The United States has rebounded from the slowdown seen towards the end of 1995 and, indeed, has recorded above-potential growth in the first half of 1996. This growth should slow to a more sustainable pace over the next few quarters under the combined influence of an appreciation of the U.S. dollar against other currencies, reduced government expenditures, and softer consumer demand. However, the need for some monetary tightening by the Federal Reserve should not be ruled out.

Japan recorded a surprisingly strong advance in the first half of the year, whereas growth in the major European economies was more modest. While growth is likely to moderate somewhat in Japan, past easing of monetary conditions should stimulate activity in the major overseas economies in the period ahead.

For the Canadian economy, a number of signs point to an acceleration in activity.

Improving consumer confidence and a more positive tone in a broad range of indicators of household demand suggest a pickup in consumer spending in coming months. Capital spending is also expected to rebound in the second half of the year, given the more optimistic outlook of business indicated by recent surveys. The recent reduction in inventories, which took stocks back down close to desired levels, should also allow growth in final sales to feed directly into stronger production.

Lower interest rates should counter the effects of continued fiscal restraint on the growth of aggregate demand. They should also help to offset the negative impact that our high unemployment rate has had on consumer confidence.

Thus, the economy should expand faster in the second half of 1996 than it did between mid-1995 and mid-1996. The General Motors strike will have a noticeable impact on the average level of activity in the fourth quarter. However, if the effect of the strike is excluded, the Bank would expect a pickup to above-potential growth rates in both the

third and fourth quarters. Despite this expected acceleration in the pace of activity, slack in the economy will continue to exert downward pressure on inflation.

Information on the pace of monetary expansion also points to low inflation and a pickup in output. Inflation expectations have declined further, and as the credibility of monetary policy grows, expectations may increasingly reflect the midpoint of the inflation-control target range.

## *Conclusions*

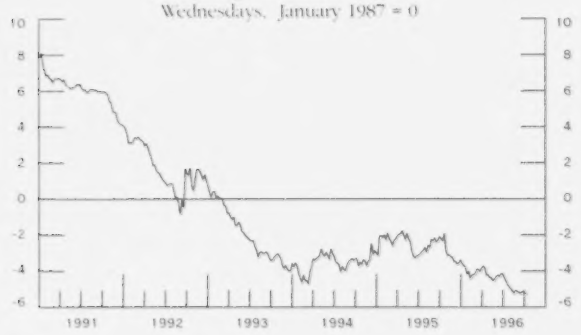
Canada's economic outlook has improved since the last *Report*, as our underlying fundamentals have strengthened.

The outlook for the next half year is for inflation to remain in the lower part of the inflation-control target range. As well, in response to the substantial monetary easing over the past year, the economy should pick up significantly over the next six months. While the strength of the pickup is difficult to ascertain, the Canadian economy has room for strong expansion and employment growth through 1997.

The key issue for the *medium term* remains the possibility that the pickup in the economy will not be sufficiently rapid to prevent inflation from dropping below the 1 to 3 per cent target range. This would suggest that there might be a possible need for further monetary easing over the medium term. However, depending on the future course of inflation expectations and on the strength of the momentum in the economy, any decline in inflation may be quite small and short-lived. Thus, continued close monitoring of the economic situation will be needed in order to judge the appropriate level of monetary conditions.

**Monetary Conditions Index**

Wednesdays, January 1987 = 0




The Bank of Canada's *Monetary Policy Report* is published semi-annually. Copies of the full *Report* and of the *Summary* may be obtained by contacting: Publications Distribution, Communications Services, Bank of Canada, Ottawa, Ontario, Canada K1A 0G9

Telephone: (613) 782-8248; e-mail: publications@bank-banque-canada.ca

BANQUE DU CANADA 103-02131/

# Rapport sur la politique monétaire

*– novembre 1996 –*

# Sommaire

Durant les six derniers mois, la hausse des prix à la consommation s'est maintenue dans la moitié inférieure de la fourchette cible de maîtrise de l'inflation de la Banque du Canada.

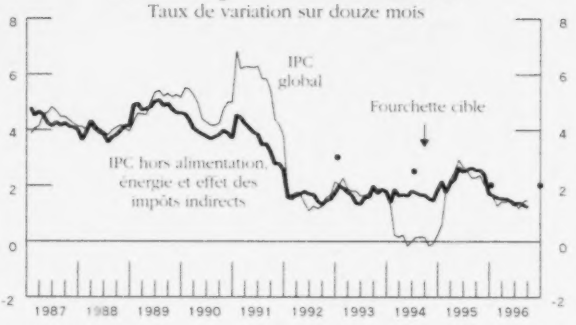
Au cours de cette période, comme les capacités de production excédentaires continuaient d'exercer des pressions à la baisse sur la tendance de l'inflation, la Banque du Canada est de nouveau intervenue pour assouplir les conditions monétaires. D'après les indicateurs récents, une accélération du rythme de l'activité se dessinerait pour le reste de cette année et le début de 1997 sous l'effet cumulatif des mesures d'assouplissement monétaire déjà adoptées.

En outre, le caractère positif des facteurs fondamentaux de l'économie canadienne a permis à nos taux d'intérêt à court et à moyen terme de descendre substantiellement au-dessous des taux américains et a rassuré les investisseurs tant canadiens qu'étrangers sur la viabilité de pareils écarts.

On ne sait toujours pas très bien avec quelle rapidité l'économie réagira aux mesures passées d'assouplissement des conditions monétaires ni quels seront, à moyen terme, les effets de cette réaction sur la force des pressions à la baisse sur l'inflation.

**Indice des prix à la consommation**

Taux de variation sur douze mois



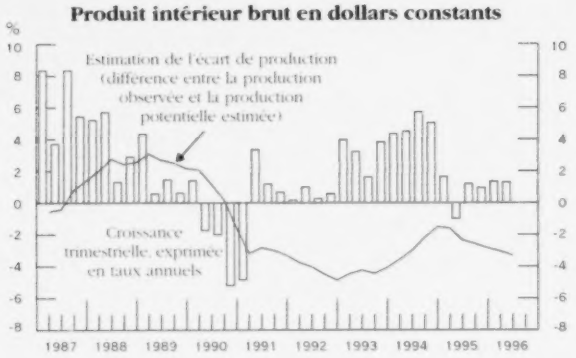

• Point médian de la fourchette cible de maîtrise de l'inflation

« Nous ne voyons pas la stabilité des prix comme une fin en soi, ni comme une panacée : elle est plutôt le moyen dont dispose la Banque du Canada pour promouvoir une économie plus dynamique, plus en mesure d'accroître la prospérité des Canadiens et des Canadiennes. »

— Gordon Thiessen

Allocution prononcée à l'École des Hautes Études Commerciales (HEC) à Montréal (Québec) le 9 octobre 1996

**Produit intérieur brut en dollars constants**




## *Les facteurs à l'œuvre*

Au premier semestre de 1996, les capacités de production excédentaires et les ressources inutilisées sur le marché du travail ont continué d'exercer des pressions à la baisse sur l'inflation.

En raison des fortes corrections apportées aux stocks, de l'atonie des investissements des entreprises et du maintien des programmes d'austérité budgétaire du gouvernement fédéral et des administrations provinciales, la demande globale est demeurée faible durant cette période. Par conséquent, l'écart entre la production observée et la production potentielle s'est creusé davantage pour s'établir, selon nos estimations, entre 3 et 3 1/2 % au milieu de 1996.

Parallèlement, un certain nombre de signes témoignant d'un renforcement de la tendance de la demande ont été observés au premier semestre de l'année.

Les ventes finales se sont vivement redressées au second trimestre. Le recul des taux d'intérêt et l'accélération de la création d'emplois dans le secteur privé ont suscité un regain de confiance chez les consommateurs. Cet optimisme croissant s'est traduit par une amélioration substantielle au chapitre de la construction résidentielle.

En outre, à la faveur de l'essor du secteur des exportations, soutenu par la demande des Américains pour des produits canadiens et par la forte position concurrentielle des entreprises canadiennes, la balance courante du Canada a affiché un solde positif pour la première fois depuis la fin de 1984.

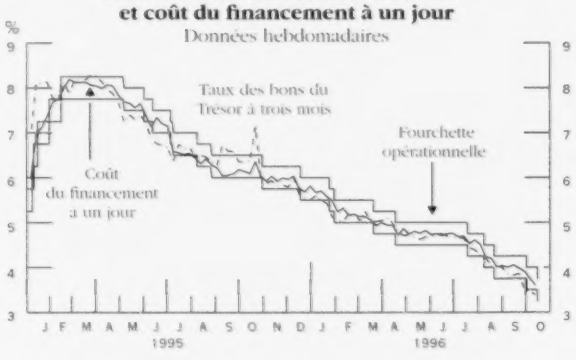
Les pressions sur les coûts ont été modérées. Les augmentations de salaire sont demeurées faibles, s'établissant à peu près au même niveau qu'en 1995. La productivité, qui avait stagné en 1995, s'est légèrement accrue au premier semestre de 1996, ce qui a contribué au fléchissement du taux d'augmentation de l'ensemble des coûts unitaires de main-d'œuvre.

## *La réalisation des cibles de maîtrise de l'inflation*

Motivée par la persistance des pressions à la baisse sur l'inflation, la Banque a, à cinq reprises depuis le mois de mai, abaissé d'un quart de point de pourcentage son taux d'escompte et les limites de sa fourchette opérationnelle pour le taux du financement à un jour. Les deux dernières réductions faisaient suite au raffermissement du dollar et visaient à empêcher un resserrement des conditions monétaires dans leur ensemble. Celles-ci se sont ainsi considérablement assouplies, l'indice ayant baissé de 300 points de base environ depuis l'automne 1995.

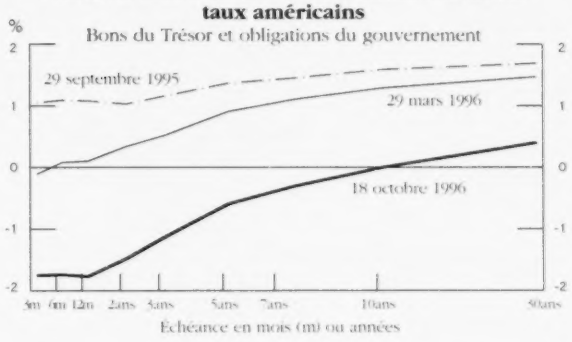
**Taux des bons du Trésor à trois mois et coût du financement à un jour**

Données hebdomadaires



Les marchés financiers ont réagi positivement aux baisses du taux d'escompte, reconnaissant qu'elles étaient compatibles avec les facteurs fondamentaux positifs de l'économie canadienne, à savoir l'assainissement des finances publiques, l'amélioration marquée du compte courant de la balance des paiements et le bas taux d'inflation. La force de ces facteurs a soutenu le dollar et facilité la décrue des taux d'intérêt à court et à moyen terme, de sorte que ceux-ci se situent maintenant bien au-dessous de leurs pendants américains. Les écarts entre les taux à très long terme canadiens et américains demeurent positifs, mais ils sont inférieurs aux moyennes enregistrées dans le passé.

**Écarts de taux d'intérêt – Taux canadiens moins taux américains**




## *Les perspectives en matière d'inflation*

La conjoncture économique internationale dans laquelle le Canada évolue demeure favorable.

Après avoir fléchi vers la fin de 1995, l'activité économique s'est accélérée aux États-Unis et a même enregistré un rythme de croissance supérieur à celui de la production potentielle au premier semestre de 1996. Ce rythme devrait ralentir et devenir plus viable au cours des prochains trimestres sous l'effet conjugué d'une appréciation du cours du dollar É.-U. vis-à-vis des autres monnaies, d'une compression des dépenses publiques et d'un tassement de la demande de biens de consommation. Il n'est toutefois pas exclu que la Réserve fédérale sente la nécessité de resserrer quelque peu sa politique monétaire.

Si, au Japon, la croissance économique a été étonnamment vive au premier semestre de l'année, elle s'est révélée plus modeste dans les principaux pays européens. Tandis qu'un ralentissement de l'activité devrait être enregistré au Japon, la détente passée des conditions monétaires devrait stimuler la croissance dans les pays d'outre-mer au cours des prochains mois.

Au Canada, on observe de nombreux signes d'une accélération de l'activité économique.

L'accroissement de la confiance des consommateurs et la meilleure tenue de nombreux indicateurs de l'évolution de la demande des ménages laissent entrevoir une reprise des dépenses de consommation dans les mois qui viennent. En outre, les dépenses en capital devraient se redresser au deuxième semestre de l'année à en juger par les perspectives plus favorables au chapitre des intentions d'investissement révélées par les dernières enquêtes. De plus, la réduction des stocks qui s'est produite récemment, et qui a eu pour effet de ramener ceux-ci près des niveaux désirés, devrait faire en sorte que l'essor des ventes finales donne directement lieu à un redressement de la production.

La baisse des taux d'intérêt devrait contrer les effets de la poursuite du programme d'austérité budgétaire sur la croissance de la demande globale. Elle devrait aussi contribuer à compenser l'incidence négative que le haut taux de chômage au pays a sur la confiance des consommateurs.

Par conséquent, l'économie devrait croître plus rapidement au deuxième

semestre de 1996 qu'elle ne l'a fait entre le milieu de 1995 et le milieu de 1996. La grève chez General Motors aura une incidence sensible sur le niveau moyen de l'activité au quatrième trimestre, mais la Banque estime que, abstraction faite de ce facteur, la production devrait augmenter à un rythme supérieur à celui du potentiel aux troisième et quatrième trimestres. Malgré une telle augmentation, la présence dans l'économie de capacités de production excédentaires continuera d'exercer des pressions à la baisse sur l'inflation.

Les données concernant le rythme de l'expansion monétaire laissent aussi présager un bas taux d'inflation et une accélération de la production. Le taux d'inflation attendu a accusé un nouveau recul; à mesure que grandit la crédibilité de la politique monétaire, ce taux se rapproche du point médian de la fourchette cible de maîtrise de l'inflation.

## Conclusions

Les facteurs fondamentaux de notre économie étant plus favorables, les perspectives économiques du Canada se sont améliorées depuis la publication du précédent rapport.

On prévoit que l'inflation demeurera dans la partie inférieure de la fourchette cible au cours des six prochains mois. En outre, à la faveur de l'assouplissement considérable qu'ont connu les conditions monétaires durant la dernière année, l'activité économique devrait nettement s'accélérer au cours de la même période. Bien qu'il soit difficile d'évaluer avec certitude l'intensité qu'aura cette reprise, il reste que l'économie canadienne dispose d'une marge de capacités inutilisées suffisante pour que l'activité et l'emploi enregistrent une forte croissance au cours de 1997.

Pour ce qui est du *moyen terme*, il demeure possible que la reprise ne soit pas suffisamment vive pour empêcher l'inflation de glisser sous la fourchette cible de 1 à 3 %. Il pourrait alors être nécessaire de procéder à moyen terme à un nouvel assouplissement des conditions monétaires. Cependant, selon l'évolution future des attentes relatives à l'inflation et la robustesse de l'économie, la baisse du taux d'inflation, si baisse il y a, pourrait être assez faible et de courte durée. Nous devrons donc continuer de surveiller de près la conjoncture économique afin de pouvoir déterminer quelles conditions monétaires sont appropriées.

**Indice des conditions monétaires**

Données des mercredis, janvier 1987 = 0

# Monetary Policy Report

*The silver dollar featured on the cover commemorates the* Griffon, *the first ship to sail the Great Lakes above Niagara Falls. Built as a commercial vessel by the explorer René-Robert Cavelier, sieur de La Salle, the* Griffon *sailed under his command to Michilimackinac and Green Bay but was lost in a storm on its return voyage.*

*Bank of Canada*
*234 Wellington Street*
*Ottawa, Ontario*
*K1A 0G9*

*BIA-01-90-57e*
CN ISSN 1201-8783

Printed in Canada on recycled paper

# Monetary Policy Report

— November 1996 —

"Credibility takes a long time to establish and precious little time to undo once markets begin to doubt one's commitment to stated policy goals. While it is true that we have now had four years of good inflation performance, we also have a legacy of some 20 years of high inflation to put behind us. The only way to achieve this is by providing market participants ... with a strong sense of continuity in economic policy."

— Gordon Thiessen

Speech given to the London Chamber of Commerce, London, Ontario, 27 June 1996

# Contents

**1. Introduction** . . . . . 5

**2. Recent Developments in Inflation** . . . . . 6

Inflation and the target range . . . . . 6
Factors at work on inflation . . . . . 7

**3. Achieving the Inflation-Control Targets** . . . 16

**4. The Outlook for Inflation** . . . . . 20

Aggregate demand and supply . . . . . 20
Temporary factors affecting inflation . . . . . 23
Measures of inflation expectations . . . . . 23
Monetary indicators . . . . . 24

**5. Conclusions** . . . . . 26

**Bibliography** . . . . . 27

# Canada's Inflation-Control Strategy

### The monetary policy instrument

- A wide variety of evidence suggests that, in the longer term, inflation results from excessive monetary expansion. The transmission mechanism is complex and involves long and variable lags. Through its influence on short-term interest rates, the Bank of Canada aims to achieve a rate of monetary expansion consistent with the inflation-control target range.

### The targets

- In December 1993, the federal government and the Bank of Canada announced the objective of keeping annual increases in the consumer price index (CPI) inside a range of 1 to 3 per cent.

- By the end of 1998, a decision will be taken on a future inflation-control target range that would be consistent with price stability.

### Monitoring inflation

- In the short run, the Bank focusses on the CPI excluding food, energy and the effect of indirect taxes, because there is a good deal of movement in the CPI caused by transitory fluctuations in the prices of food and energy, as well as by changes in indirect taxes. This measure is referred to as the *core* CPI.

- Over longer periods of time, the measures of inflation based on the total CPI and the core CPI tend to follow similar paths. In the event of persistent differences between the trends of the two measures, the Bank would adjust its desired path for core CPI inflation so that total CPI inflation would come within the target range.

# 1. INTRODUCTION

*In response to continued downward pressure on the trend of inflation, the Bank took further action to ease monetary conditions.*

This *Report* outlines recent developments in the Canadian economy that affect the rate of inflation and provides an account of the measures taken by the Bank of Canada to control inflation. It also assesses the background for the conduct of monetary policy in the period ahead.

Over the past six months, with continued downward pressure on inflation and sluggish aggregate demand, the Bank took further action to ease monetary conditions by reducing the Bank Rate and its operating band for the overnight interest rate. The economy was weaker than expected, particularly in the second quarter, mainly because of a larger-than-anticipated inventory correction. However, recent economic indicators are pointing to a quickening pace of activity through the balance of this year and into 1997 in response to the cumulative amount of monetary ease now in place.

Moreover, Canada's favourable economic fundamentals — low inflation, an improving fiscal position, and a strengthening balance of international payments — have allowed short- and medium-term interest rates to fall substantially below those in the United States and have led to growing confidence among both domestic and foreign investors that negative interest rate differentials can be sustained.

The major uncertainty continues to centre on how rapidly the economy will respond to the past easing in monetary conditions and what implications this response will have for the degree of downward pressure on inflation over the medium term. In any event, there is ample room for economic expansion and employment growth without a resurgence of inflation.

*This text includes information received to 22 October 1996.*

# 2. Recent Developments in Inflation

Transitory influences on inflation (such as the exchange rate and commodity price movements that pushed inflation up in 1995) have virtually disappeared. Thus, fundamental supply/demand factors are the only major forces affecting inflation at this time.

## Inflation and the target range

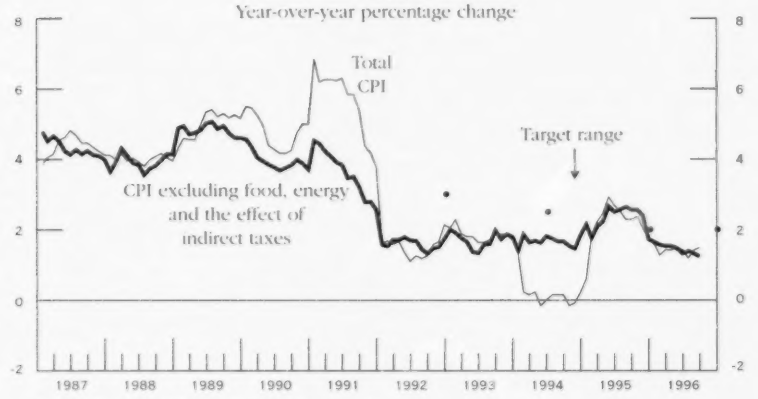
*In recent months, core CPI has remained in the lower half of the inflation-control target range.*

As anticipated at the time of the last *Report*, the 12-month rate of increase in the core CPI has remained in the lower half of the inflation-control target range in recent months. As of September 1996, this measure of inflation was 1.2 per cent, compared with 1.5 per cent in March 1996 and a high of 2.7 per cent reached in May 1995 (Chart 1). The 12-month rate of increase in the total CPI was 1.5 per cent in September, down from a peak of 2.9 per cent in May 1995.

Chart 1

**Consumer Price Index**

Year-over-year percentage change




• Midpoint of the inflation-control target range

*Other broad measures of inflation declined further in the first half of 1996.*

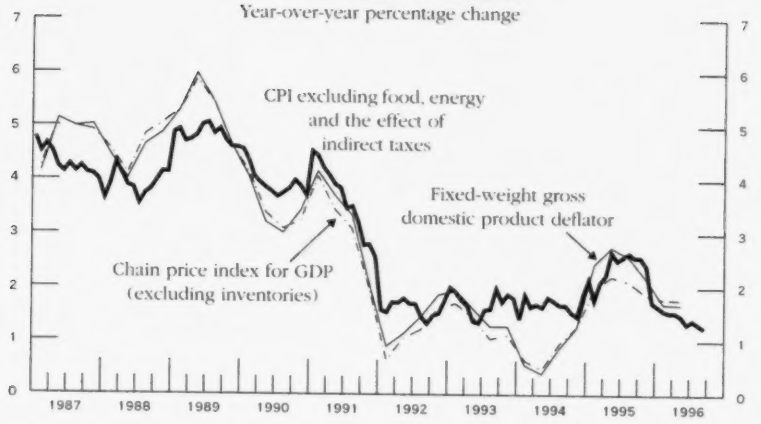
Other broad measures of inflation also fell. The rate of increase in the fixed-weight GDP deflator was 1.7 per cent in the second quarter of 1996 on a year-over-year basis, compared with 2.2 per cent in the fourth quarter of 1995 (Chart 2). The year-over-year rate of increase in the chain price index[1] for GDP excluding inventories — a measure of price changes that adjusts for shifts in the composition of spending — edged down only marginally over the same period to 1.8 per cent.

1. The chain price index for GDP (excluding inventories) weights quarterly price changes by the dollar value of expenditure components in the previous quarter.

Chart 2

**Broad Inflation Measures**

Year-over-year percentage change




## Factors at work on inflation

Spare capacity in product markets and slack in labour markets continued to place downward pressure on inflation over the past six months. Meanwhile, the upward pressure on inflation from earlier commodity price increases and from the past depreciation of the Canadian dollar dissipated. However, as household spending began to recover, some of the discounts — notably on clothing — offered by retailers in late 1995 and early 1996 were reversed, pushing up selected consumer prices.

### Aggregate demand and supply

*Final sales picked up significantly in the first half of 1996, but the overall expansion was slower than expected.*

Final sales picked up significantly in the first half of 1996, broadly in line with expectations. However, because of a sharp inventory correction by firms, economic activity edged up at a pace only marginally faster than in the second half of 1995.[2] Thus, the overall pace of economic expansion was somewhat slower than was expected in the last *Report*.

There were a number of indications of gathering momentum in underlying demand in the first half of the year.

2. For an analysis of the role of inventories in economic fluctuations, see H.-H. Lau (1996).

*External demand bolstered the economy.*

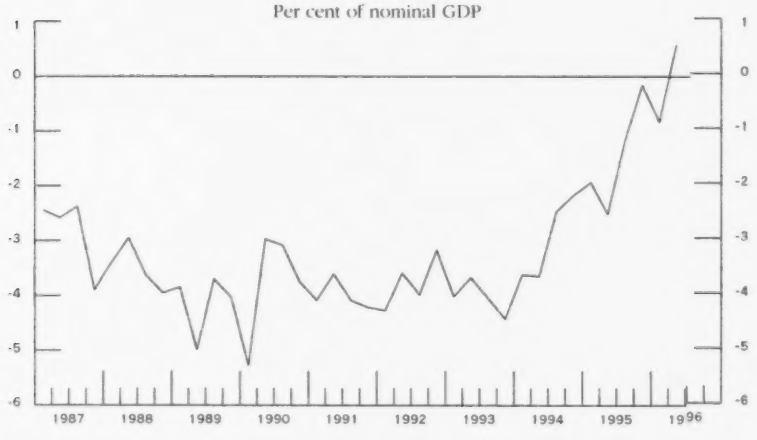
External demand continued to bolster the expansion of the Canadian economy, as growth in the U.S. economy strengthened. This was reinforced by the strong competitive position of Canadian industry, which has favoured both export growth and increased substitution of domestic products for imports (Technical Box 1). Exports would have been even stronger had it not been for sluggish demand in the major European countries, low inventories of grain in Canada, and high foreign inventory levels for some primary commodities.

In the first two quarters of 1996, the volume of exports increased at an average annual rate of 2.4 per cent, while the volume of imports decreased by 0.9 per cent. The overall increase in net exports during the first half of 1996 was the main factor behind the movement of the current account into a surplus position for the first time in over 10 years (Chart 3). The improvement in the current account since the end of 1993 amounts to $37 billion, or 5 percentage points of GDP.

Chart 3

**Current Account**

Per cent of nominal GDP



Technical Box 1

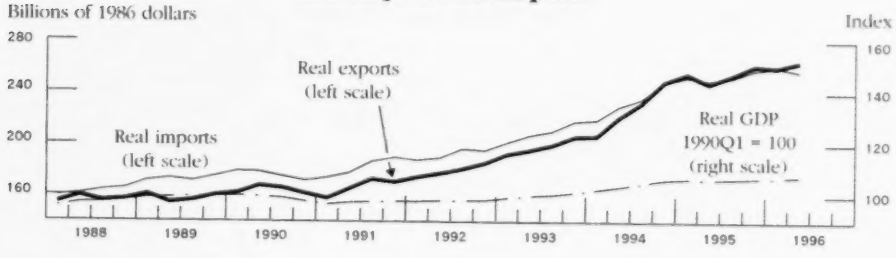
## Recent Evolution in the Volume of Net Exports

From a deficit of $10.4 billion (at annual rates) in the first half of 1994, net exports* in volume terms moved to a surplus of $3.5 billion (at annual rates) in the first half of 1996. This represents more than half the increase in real GDP over the same period. About 40 per cent of this improvement results from the fact that the growth of consumption and investment spending was stronger abroad than in Canada. The rest is largely explained by the increased competitiveness of Canadian firms, stemming from restructuring, the modernization of equipment, improved cost control and low inflation, as well as from the relatively low exchange value of the Canadian dollar. The strong competitive position of Canadian firms should continue into the medium term.

The impact of improved competitiveness has been felt throughout the Canadian economy, with improvements in net export balances in volume terms of natural resources, manufactured goods (especially automobiles), and services.

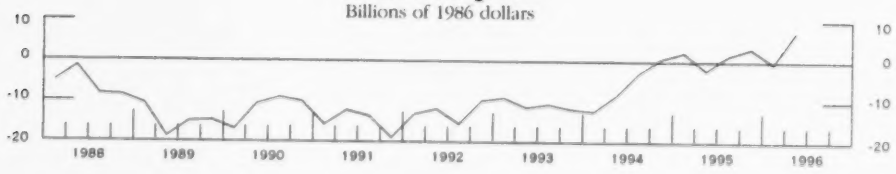
Liberalized international trade, especially through the Free Trade Agreement with the United States and the Uruguay Round of GATT, has been a leading force in the growth of international trade, causing both exports and imports to grow more rapidly than GDP. The expanding international market for computer-related equipment and products has also been a major factor.

**Real Exports and Imports**




**Real Net Exports**

Billions of 1986 dollars




* The difference between exports and imports in volume terms (expressed in 1986 prices)

Chart 4

**Consumer Confidence**

* Source: Conference Board of Canada

** Expenditures in constant dollars on consumer durables plus housing

*Spurred by lower interest rates, household demand began to improve ...*

Household spending — especially on housing — began to recover in the first half of 1996. This recovery, which occurred in the face of continued slow growth in total personal disposable income and in total employment, was buoyed by some improvement in consumer confidence (Chart 4). The decline in interest rates since October 1995 has improved how households perceive their near-term financial situations and has made them more inclined to make major purchases. This may also have reflected steady job creation in the private sector as well as some clarification as to which public sector employees would be most affected by restructuring initiatives. Private sector employment grew by 1.5 per cent at an annual rate over the first two quarters of 1996, following a rise of 1.3 per cent in the previous two quarters.

In the first half of 1996, firms worked off the sizable inventory imbalances that had emerged in the first half of 1995, and by the middle of 1996 the aggregate non-farm business stock-to-sales ratio was back down close to a desired level that is trending downwards because of innovations in inventory control (Chart 5). The second quarter of 1996 saw rapid reduction of stocks in both the manufacturing and wholesale trade sectors, to close to — or perhaps slightly below — firms' desired levels. In contrast, retail stocks at midyear continued to exceed desired levels. Now that the overall inventory situation is more balanced, future growth in final sales should feed through into higher production.

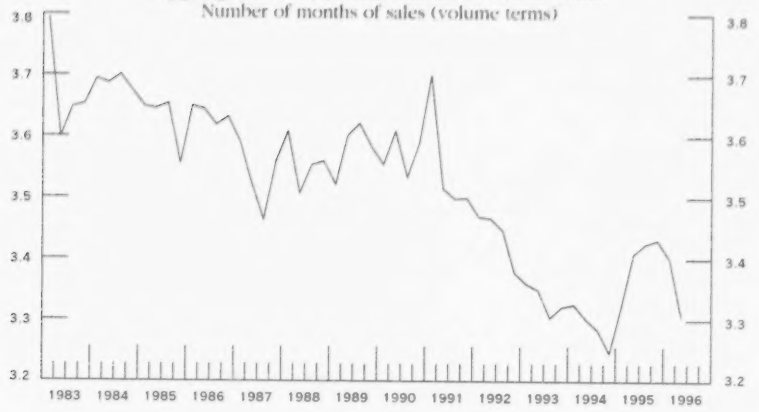
*... but overall, domestic demand was soft in the first half of 1996.*

Notwithstanding the encouraging developments, domestic demand has been soft. To a large extent this reflects corrections to past debt accumulation. The dominant factor here has been the effect of the necessary restraint at both the federal and provincial levels (Technical Box 2). Business fixed investment also remained sluggish in the first half of 1996, after three years of strong growth up to mid-1995.

Chart 5

**Aggregate Non-Farm Stock-to-Sales Ratio**

Number of months of sales (volume terms)




*As a result, the gap between actual and potential output widened further.*

Since the economy's capacity to produce continued to grow faster than overall demand in the first half of 1996, the Bank estimates that the output gap widened to between 3 and 3 1/2 per cent at midyear, up from between 2 1/2 and 3 per cent at the beginning of the year (Chart 6).[3] This implies continued downward pressure on the trend of inflation.

3. See the discussion of the Bank's methodology for estimating potential output in the May 1995 *Monetary Policy Report* (Technical Box 1, page 8).

Technical Box 2

## Improved Public Sector Finances

The combined deficit of the federal and provincial governments is estimated to have fallen to $40 billion in the 1995/96 fiscal year from $62 billion in the 1993/94 fiscal year. Information in recent budget documents and statements indicates that further deficit reduction, but of a somewhat smaller magnitude, can be expected by the end of the 1997/98 fiscal year (see table).

**Total Deficit of the Federal and Provincial Governments (Public Accounts Basis)**

| | Fiscal year | | | | |
|---|---|---|---|---|---|
| | 1993/94 | 1994/95 | 1995/96 estimate | 1996/97 forecast | 1997/98 forecast |
| Level ($ billions) | 62.3 | 53.2 | 40.3 | 35.0 | 25.1 |
| Percentage of GDP | 8.7 | 7.1 | 5.2 | 4.4 | 3.0 |
| Note: Net debt (percentage of GDP) | 99.1 | 101.7 | 103.0 | 104.7 | 103.4 |

Fiscal restraint has been necessary for several reasons. With almost continuous fiscal deficits since the mid-1970s, the ratio of public debt to GDP has risen to levels above 100 per cent. As a result, investors have demanded larger risk premiums to hold Canadian dollar debt, and thus Canadian interest rates became increasingly subject to wide swings in investor confidence. Second, high levels of government debt relative to GDP significantly reduce the living standards of future generations. Third, with the rise in the debt ratio, an increasing share of government revenues has been spent on interest payments rather than on government programs.

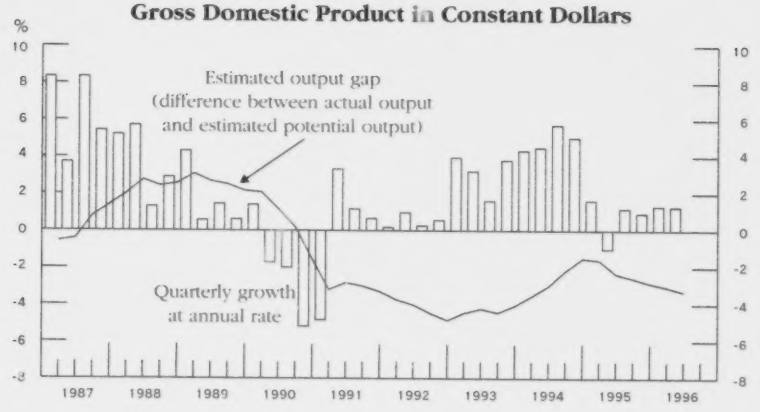
While the fiscal restraint that has been put in place will correct these problems, it will do so only over time. Initially, it can weaken domestic demand through reductions in government spending and employment and through increased taxes. However, with the greater market confidence resulting from the fiscal improvement, and given the implications for domestic demand, an offsetting easing in monetary conditions has been appropriate.

Ongoing fiscal restraint will likely continue to inhibit demand growth to some degree over the short term. Monetary conditions will thus tend to be easier than they otherwise would have been. However, the future course of monetary conditions will also depend greatly on how external demand for Canadian goods and services evolves, and on the extent to which domestic demand strengthens in response to the substantial decline in interest rates that has taken place.

Deficit reduction has also affected the mix of monetary conditions. With progress on fiscal restraint, investors have been increasingly comfortable about holding Canadian dollar assets. This situation has tended to put downward pressure on interest rates while supporting the exchange value of the Canadian dollar. Although a stronger dollar might slow future export growth somewhat, lower interest rates should support domestic demand and facilitate further deficit reduction.

Chart 6

**Gross Domestic Product in Constant Dollars**




## The exchange rate and commodity prices

*The effects of exchange rate movements on inflation have virtually disappeared.*

Exchange rate movements typically feed through to the core CPI by a factor of about one-fifth over a two-year period. Accordingly, the effect on inflation of the 20 per cent depreciation of the Canadian dollar that ended in mid-1994 has almost disappeared in recent months. This effect was estimated to have accounted for over 1 percentage point of the 2.7 per cent rise in the core CPI at its peak in May 1995. Intense competition, combined with improved productivity in both the retail and the manufacturing sectors, has also continued to put downward pressure on the prices of various imported and import-competing goods.

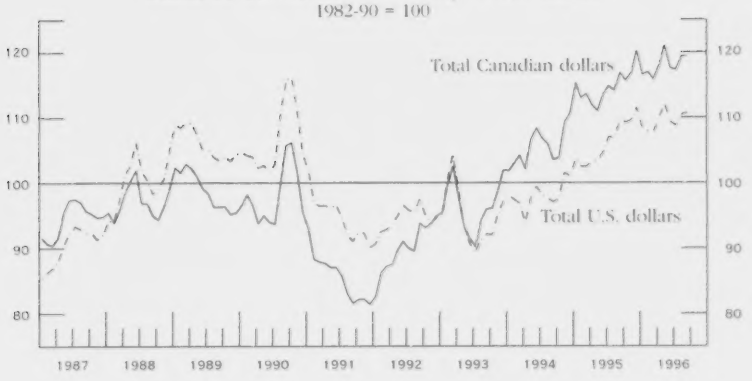
World commodity prices (quoted in U.S. dollars) have on average remained firm since last April (Chart 7). Price increases have been most pronounced for lumber and livestock. Lumber prices have risen considerably on news of continuing high levels of activity in the U.S. housing market. Livestock prices have recovered because of strong demand and reduced supplies, stemming from relatively high feed grain prices earlier in the year.

In contrast, the prices of many industrial materials and grains have declined markedly. Prices for base metals have weakened, and there has been a substantial reduction in newsprint prices. Grain prices have recently fallen back from very high levels as a good crop year improved supply prospects. Crude oil prices surged in early September, following renewed indications of further delays in planned petroleum sales by Iraq (because of the heightened tensions there), after having eased between April and August with the seasonal reduction in demand.

Chart 7

**Bank of Canada Commodity Price Index**

1982-90 = 100



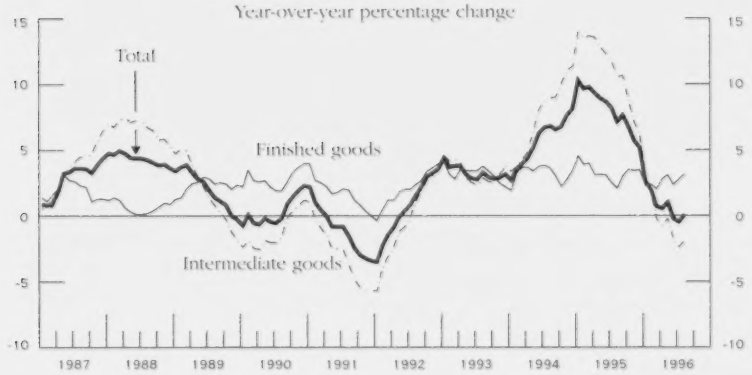

*Reductions in prices of industrial materials have lowered inflation at the producer level.*

The lower prices received by Canadian producers of many industrial materials are contributing to the easing in the year-over-year increases in the aggregate industrial product price index (Chart 8) and in aggregate export prices. The impact of earlier commodity price increases (such as those for paper) on consumer price inflation has largely disappeared since the spring, and it is far too soon for the recent declines in the prices of many industrial materials to affect inflation at the consumer level.

Chart 8

**Industrial Product Price Index**

Year-over-year percentage change



## Cost control and other factors

Markets continued to be strongly competitive in the first half of 1996, maintaining the pressure on producers to control costs and to raise productivity. Overall, cost increases have been low.

*Wage increases in the first half of 1996 were almost the same as in 1995.*

Wages, the largest component of total costs, continued to rise at a moderate pace during the first half of 1996, with the rate of increase in average compensation per hour worked at 2.4 per cent in the second quarter on a year-over-year basis, unchanged from the fourth quarter of 1995. Underlying wage increases (excluding the effects on aggregate wages of such factors as changes in the composition of employment) are estimated to be between 1.5 and 2 per cent on a year-over-year basis. In many cases, wage increases in the private sector reflected earlier substantial gains in productivity, while restraint measures continued to influence wages in the public sector. Wage growth should remain fairly steady, since wage settlements in the first eight months of 1996 averaged 1.2 per cent in the private sector and 0.5 per cent in the public sector, little changed from 1995.

*Gains in productivity resumed, and the year-over-year increase in unit labour costs eased.*

Productivity growth (output per person-hour) resumed in the first half of 1996, although at a very modest pace. This contributed to an easing in the year-over-year rise in unit labour costs in the first half of 1996 (Chart 9). Firms in some sectors, such as construction, appear to have adjusted their workforces to the unanticipated slowing in demand that occurred towards the end of 1995.

Chart 9

**Unit Labour Costs and Labour Productivity**

Year-over-year percentage change

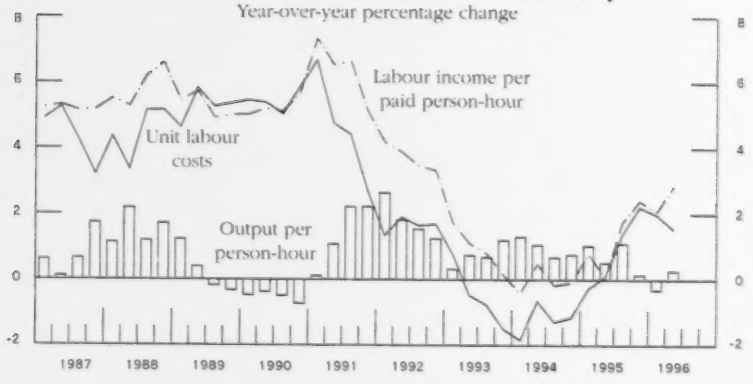


Chart 10

**Real Wages and Labour Productivity**

1981 = 100, seasonally adjusted

* Labour income per person-hour divided by the GDP deflator

The gap between productivity and the real wages paid by producers continued to widen in the first half of 1996 (Chart 10). This mainly reflected the impact on broad measures of producer prices, resulting from the marked reduction in the rate of growth of aggregate commodity prices. To close the gap, the economy would have to experience faster labour productivity growth than real wage growth for a period of time.

## 3. Achieving the Inflation-Control Targets

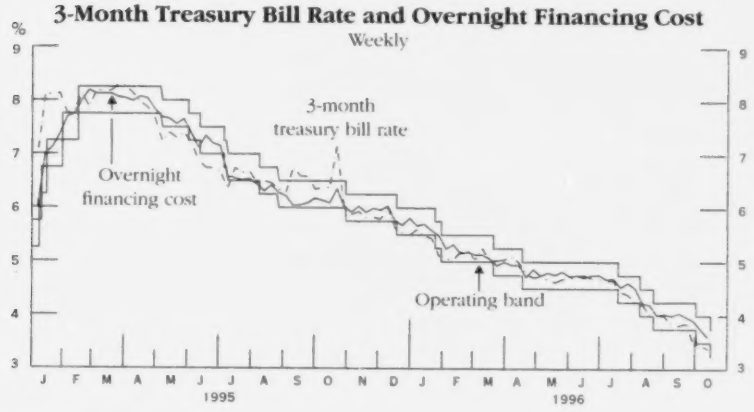
*In response to continued downward pressure on inflation, the Bank has reduced its operating band for the overnight interest rate by 125 basis points over the past six months.*

In response to weak aggregate demand, which increased the risk that inflation might fall below the target range, the Bank has been providing more monetary stimulus to the economy. Since May, there have been five reductions of a quarter point each in the Bank Rate and in the operating band for the overnight interest rate (Chart 11). On the first three occasions, the Bank issued a press release stressing that the rate cuts were needed because of persistent disinflationary pressures. The two most recent reductions represented a response to the stronger currency, and were designed to keep overall monetary conditions from tightening.

As has occurred regularly in the recent past, the money market anticipated the Bank's actions, and 3-month rates led the decline in the overnight rate. Other financial markets, including that for foreign exchange, reacted positively to the rate cuts, with participants recognizing that lower interest rates were consistent with Canada's economic fundamentals.

Chart 11

**3-Month Treasury Bill Rate and Overnight Financing Cost**




Indeed, over the past six months, financial markets have increasingly focussed on underlying factors that favour the Canadian economy. These include success in maintaining a low rate of inflation, improved public sector finances (although the high levels of debt remain a concern), and the improvement in the current account of the balance of payments. As financial markets set aside concerns about the immediate political situation in Quebec, these fundamentals came to the fore.

*With financial markets increasingly focussed on Canada's economic fundamentals ...*

Internationally, the publication of data suggesting that interest rates in the United States might have to rise caused occasional weakness in U.S. bond markets. Otherwise, the external environment has been conducive to the easing of monetary conditions in Canada. There have been widespread declines in interest rates in Europe, and international financial markets have been quite orderly.

Strong fundamentals have underpinned the exchange value of the Canadian dollar (Chart 12) and, at the same time, facilitated the decline in Canadian interest rates. The 90-day differential vis-à-vis the United States has dropped to about -200 basis points. A negative spread for more than a brief period was last seen in the early 1970s (Technical Box 3).

Technical Box 3

## Canada-U.S. Interest Rate Spreads — A Longer-Run Perspective

Interest rates in the United States are a key determinant of rates in Canada. At any time, however, rates in the two countries may differ, reflecting such factors as relative rates of inflation, differing cyclical positions, and perceptions of risk.

Short-term interest rates in Canada have been below those in the United States since the start of 1996, and interest rates in Canada are currently lower for terms of up to 10 years. Nominal interest rate differentials for long-term instruments are also below historical norms. This reflects sound fundamentals in Canada, which raise the probability of a future appreciation of the Canadian dollar and, from the viewpoint of investors, offset the negative interest rate spread.

The only previous occasion in recent history when Canadian interest rates were below those in the United States for an extended period was from 1969 to 1973. During the first half of this period, inflation in Canada was below that in the United States, and later the current account benefited from a steep rise in commodity prices. Reflecting these factors, the exchange rate rose after it was allowed to float in May 1970. Given the subsequent stronger acceleration of inflation in Canada than in the United States, negative differentials were not sustainable. In contrast, the current relatively low rates should be more durable, in view of Canada's superior inflation performance and the explicit, ongoing commitment of Canadian monetary policy to the inflation-control targets, as well as the improving fiscal position.

Other countries with better inflation performance than the United States also tend to have lower interest rates. For example, interest rates in Japan, Germany and France are below those in the United States.

**90-Day Interest Rates – Canada and the United States**

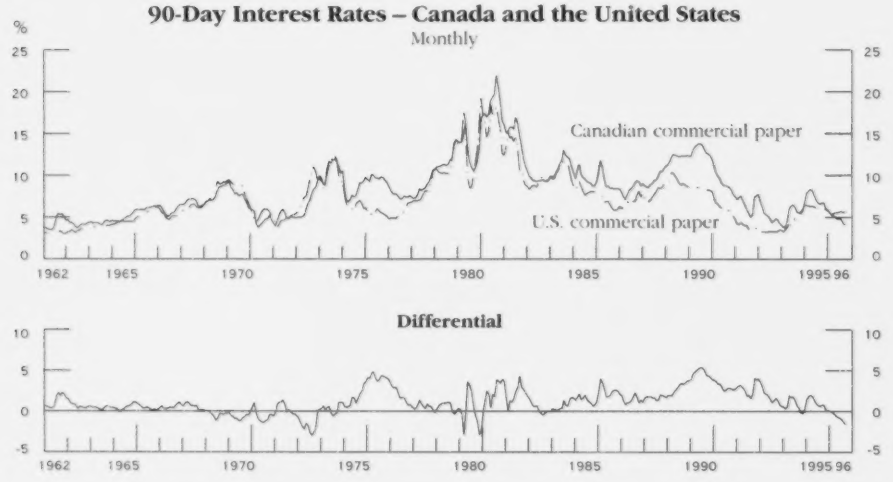


Chart 12

**Canadian Dollar Exchange Rate**

Wednesdays

The yield differential is now also negative for short- and medium-term bonds (Chart 13). Long-term spreads remain positive, but somewhat below historical averages, following the decline in Canadian bond yields since the spring. This suggests that investors have revised downwards their assessments for inflation or for other risks in Canada relative to the United States. A recognized commitment to a sound monetary policy and the determined action on budget deficits of the last couple of years have provided the conditions essential for this decline.

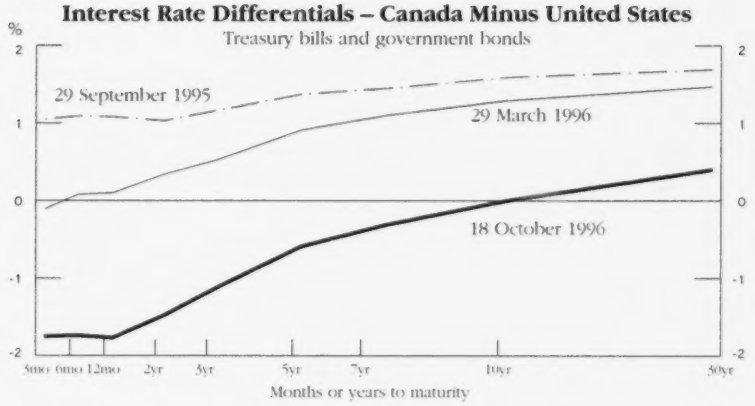
*... monetary conditions have eased with the decline in interest rates.*

Since the exchange rate varied within a narrow range for most of the past year, the monetary conditions index (MCI) declined more or less in step with short-term interest rates. Following a rise in the Canadian dollar, the two reductions in the Bank Rate and the operating band for the overnight rate in October rebalanced the mix of monetary conditions at the easier level. The real MCI now stands at its lowest value for the post-1970 floating exchange rate regime, indicating that the cumulative easing of monetary conditions amounts to a very significant stimulus to economic activity in Canada (Technical Box 4). This works towards counteracting sluggish household spending and the short-run impact of fiscal restraint.

Chart 13

**Interest Rate Differentials – Canada Minus United States**

Treasury bills and government bonds




# 4. The Outlook for Inflation

In assessing the possible future course of inflation, the Bank considers mainly the factors affecting the balance between aggregate demand and aggregate supply over the next four to six quarters. It also examines measures of inflation expectations and the pace of monetary expansion when formulating its views on the future path of output, inflation and desired monetary conditions.

## Aggregate demand and supply

*External demand should continue to contribute to Canada's output growth ...*

Growth in the U.S. economy strengthened during the first half of 1996. Indeed, the U.S. economy probably moved back into a state of slight excess demand at midyear, although there is no evidence of increased inflationary pressures in broad measures of prices and production costs. The combined effects of a rise in long-term interest rates and a trade-weighted appreciation of the U.S. dollar may return the U.S. economy to a path of sustainable growth in the next few quarters, although one should not rule out the need for some monetary tightening by the Federal Reserve.

While economic expansion in the major European countries was modest during early 1996, the Japanese economy, on balance, experienced more robust growth. Moderate growth is anticipated among the overseas countries during the second half of 1996, sustained in many cases by past easing in monetary conditions in these economies.

Technical Box 4

## Nominal and Real Monetary Conditions Indexes

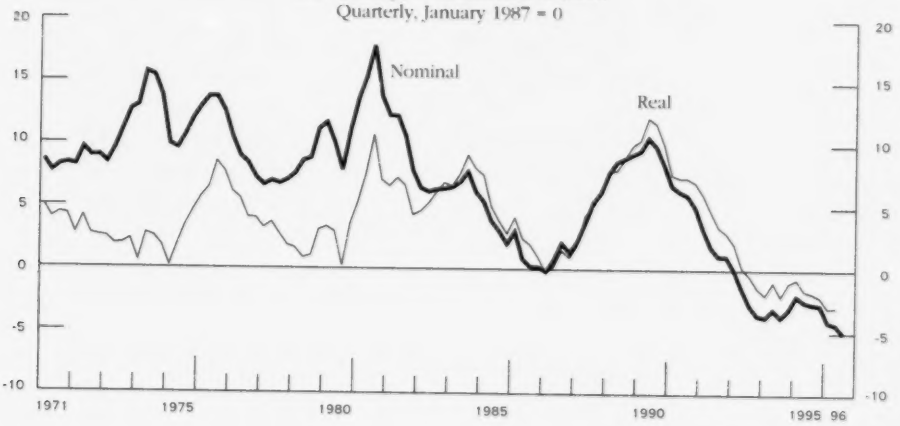
For several years, the Bank has used its monetary conditions index (MCI) — a combination of the short-term interest rate and the exchange rate — as a short-run operational target.* The Bank has found it to be most useful over a one- to two-quarter horizon. Between the quarterly staff projections, the MCI provides the Bank with a continuous reminder that exchange rate changes must be considered when making decisions about interest rate adjustments.

The level of monetary conditions required to keep inflation within the inflation-control target range changes as the forces affecting aggregate demand and supply evolve. Theoretically, since it is changes in real variables that influence real output, the relevant measure is the *real* MCI, derived from the interest rate less expected inflation and the exchange rate adjusted for relative movements in the price level in Canada and abroad.** However, for convenience, the Bank focusses on the nominal MCI because it can be updated daily, whereas the price measures needed to calculate the real MCI are available only quarterly and with a lag. Use of the nominal index is unlikely to lead to a misreading of monetary conditions, because the nominal measure has followed the real index quite closely from quarter to quarter, with movements in nominal rates in financial markets dominating both series.

However, to compare monetary conditions over longer periods, it is more appropriate to examine the index in real terms. That said, both have declined substantially since the early 1990s and are now at their lowest levels in 25 years.

**Monetary Conditions Index**

Quarterly, January 1987 = 0




* For information on the construction of the MCI and the rationale behind it, see C. Freedman (1994, 1996).

** The measure of expected inflation used in the chart is the four-quarter growth rate of the GDP deflator. GDP deflators are also used to calculate the real trade-weighted exchange rate.

Although the prices of certain commodities will likely come under downward pressure in the near term, a modest upward trend in the overall commodity price index should begin sometime in early 1997. The price of crude oil should fall as supplies from non-OPEC sources increase, although any forecast is subject to considerable uncertainty because of current political and military developments in the Middle East. Grain prices may continue to decline with favourable news about this year's crops worldwide. As users continue to reduce stocks, newsprint prices could keep declining over the near term. Nonetheless, on average, the prices of other industrial commodities are expected to strengthen as the pace of expansion among the major industrial countries reduces the world's excess capacity.

On balance, external demand should continue to contribute to the expansion of the Canadian economy in the second half of 1996, reinforced by the strong competitive position of Canadian industry.

*... and a pickup in domestic demand is likely.*

There are also indications of a pickup in domestic demand. Recent surveys of investment intentions and business confidence suggest a rebound in capital spending during the second half of 1996. In addition, the recent sharp inventory correction, which took stocks back down close to desired levels, should set the stage for the growth in final sales to feed directly into stronger growth in production. Although fiscal restraint will continue and the current low personal savings rate will tend to moderate household spending, the effect on overall domestic demand growth should be outweighed by the past easing in interest rates and by higher private sector employment. Despite some weakness in overall employment, private sector employment increased by a further 2.4 per cent at annual rates in the third quarter. These influences have been reflected in the more positive tone of many indicators of both consumer and housing activity early in the third quarter of 1996.

*Overall, the pace of economic expansion in Canada should pick up in the second half of 1996.*

Both external and domestic factors suggest that economic activity should expand faster in the second half of 1996 than was the case between mid-1995 and mid-1996. While the General Motors strike will have a noticeable impact on the average level of activity in the fourth quarter, if this effect is excluded, the Bank would expect a pickup to above-potential growth rates in both the third and fourth quarters. On the same basis, private sector forecasters would be looking for an average growth rate of 3 1/2 to 4 per cent at annual rates for this period.[4] In our view, the economy would

4. Private sector forecasts through the last half of 1996 and through the four quarters of 1997 are derived from annual average forecasts of 1.5 per cent for 1996 and 3.1 per cent for 1997 (Department of Finance, *The Economic and Fiscal Update*, 9 October 1996).

have significant momentum well beyond this year, sustained by the significant amount of monetary easing that has already taken place. The Bank would thus expect average growth of over 4 per cent through the four quarters ending in the fourth quarter of 1997, which contrasts with the 3 per cent expected by private sector forecasters.

*Nonetheless, the downward pressure on inflation coming from excess supply will continue.*

The above projections indicate that the downward pressure on core inflation coming from slack in product markets will remain an important factor in coming quarters. Similarly, labour market conditions will continue to restrain any significant upward wage pressures. It is also expected that a pickup in the pace of economic expansion in the second half of 1996 will lead to stronger productivity growth, which would also limit overall cost increases.

### Temporary factors affecting inflation

*There should be little or no upward pressure on inflation from past exchange rate and commodity price movements.*

Since the Canadian dollar has been stable over the past two years, little or no pressure on inflation should come from past exchange rate movements. Nor would one expect downward pressure arising from the recent marked declines in the prices of many industrial materials over the next few months, since there tend to be fairly long lags in the pass-through to consumer prices.

Furthermore, a wide range of evidence continues to suggest that competition in the Canadian retail marketplace remains intense, with strong consumer resistance to most price increases. Nonetheless, some of the discounting offered by retailers earlier in the year seems to have been reversed after unwanted stocks, especially seasonal items, were cleared out. If household demand continues to recover and if retail stocks come into better balance in the second half of 1996, more of this discounting may end, leading to some increase in prices. However, on balance, transitory factors should have little effect on the core CPI.

### Measures of inflation expectations

*Expectations of inflation have declined.*

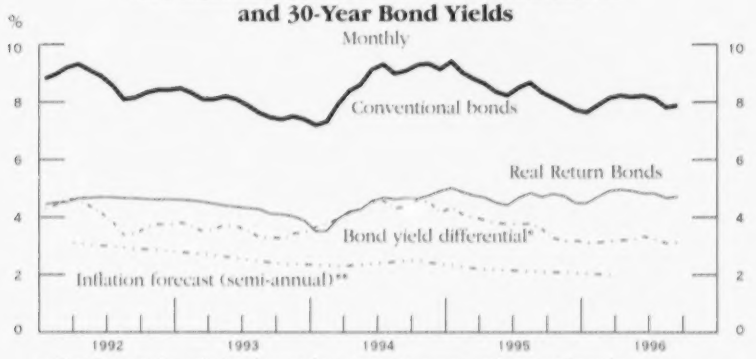
Expectations, an important factor in the outlook for inflation, are affected by current inflation and by the credibility of the Bank's inflation-control targets. As credibility grows, expectations may increasingly reflect the midpoint of the inflation-control target range. Over the last six months, short-term inflation expectations have declined further. In the September quarterly survey of Canadian business confidence conducted by the Conference Board, 97 per cent of respondents (compared with 83 per cent in the December 1995 survey) expected inflation to be 2 per cent or less over the near term. In the Conference Board's June quarterly *Survey of Forecasters*, it was anticipated that CPI inflation would

average about 1.5 per cent in 1996, slightly lower than the survey forecast three months earlier, and would edge up to about 1.7 per cent in 1997.

Since the difference between the yield on nominal long-term bonds and that on Real Return Bonds is based largely on the expectations of investors about inflation over the long run, movement in the differential can be used to gauge the trend of expectations.[5] This differential has remained roughly constant for the past year, after having declined in 1995 (Chart 14).

Chart 14

**CPI Inflation Forecasts 6 to 10 Years Ahead and 30-Year Bond Yields**




* The differential is calculated using the appropriate compound interest formula.
** Source: Consensus Economics Inc.

## Monetary indicators

Broad definitions of money based on M2+ decelerated in the second quarter (Chart 15). Simply on the basis of the historical correlation between broad money and prices, this slowing would suggest that inflation could fall close to the bottom of the target range by the end of the year.

Expansion of narrow money, M1, has been maintained at about 10 per cent year-over-year (Chart 16). Since an increase in the real value of transactions balances has, in the past, been a valuable predictor of growth in GDP, this would indicate that activity should

5. Côté et al. (1996) outline both the advantages and disadvantages of this measure of expectations. The presence of unobservable premiums for inflation risk and liquidity are the major difficulty in interpreting the level of this measure.

accelerate strongly in the second half of 1996. However, a sizable part of the increase in M1 results from the introduction of attractive interest rates on corporate current accounts. Moreover, predictions from real M1 have shown a distinct upward bias in recent years.

Forecasts from a longer-run model of inflation using M1 currently suggest a rate of between 1 and 1 1/2 per cent over the next two years.

Chart 15

**Core Inflation and Adjusted M2+ Growth**

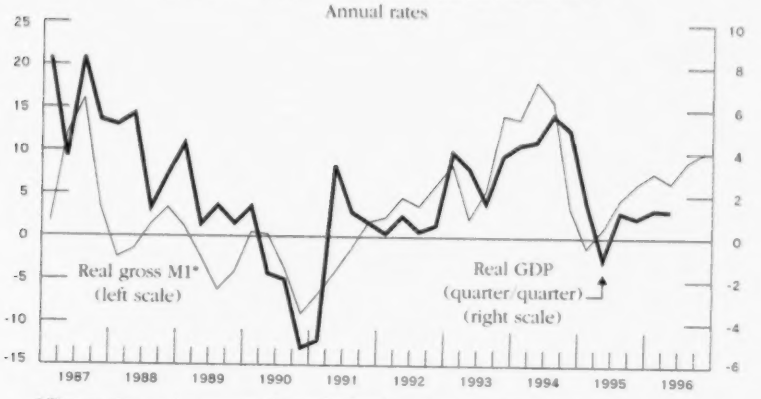
Year-over-year percentage change

* Adjusted M2+ adds CSBs and mutual funds at financial institutions to M2+.

Chart 16

**Growth in Real GDP and Real Gross M1**

Annual rates




* Two-quarter moving average of growth of real gross M1, one quarter earlier

# 5. Conclusions

Inflation has remained essentially unchanged since the last *Report*. With the continuing large amount of excess supply in the Canadian economy, the outlook for the next half year is for inflation to remain in the lower part of the inflation-control target range.

For the medium term, the key issue remains whether the trend of inflation might move below the 1 to 3 per cent target range. The substantial monetary easing over the past 12 months increases the probability of a solid pickup in the pace of activity in the second half of 1996 and into 1997. How strong this pickup will be is hard to foresee but, as noted earlier, it is expected to be appreciable. Since this scenario could still carry a margin of excess supply through 1997, it points to the possibility of inflation drifting below 1 per cent by the end of 1997. This would suggest the possible need for further easing in monetary conditions over the *medium term*. However, depending on the future course of inflation expectations and on whether the economy turns out to be particularly strong — for example, if there were to be a strong rebound in consumer confidence — any decline in the core CPI inflation rate may be quite small and short-lived.

The momentum of the economic expansion in Canada is not yet established firmly enough to allow us to be confident about the balance of risks for the trend of inflation. Thus, continued close monitoring of the economic situation will be needed in order to judge the appropriate level of monetary conditions. It is clear, however, that the Canadian economy has room for strong expansion and employment growth without a resurgence of inflation.

# Bibliography

Bank of Canada. 1991. "Targets for reducing inflation: Announcements and background material." *Bank of Canada Review* (March): 3-21.

_____. 1991. "Targets for reducing inflation: Further operational and measurement considerations." *Bank of Canada Review* (September): 3-23.

_____. 1993-94. "Statement of the Government of Canada and the Bank of Canada on monetary policy objectives." *Bank of Canada Review* (winter): 85-86.

_____. 1995. *Monetary Policy Report.* Ottawa: Bank of Canada, May.

_____. 1996. "Recent economic and financial developments." *Bank of Canada Review* (summer): 12-13.

Conference Board of Canada. 1996. *Index of Consumer Attitudes* (autumn).

_____. 1996. *Index of Business Confidence* (autumn).

_____. 1996. *Survey of Forecasters* (June).

Consensus Economics Inc. *Consensus Forecasts.* London, U.K.: Philip M. Hubbard. Various issues, 1991-1996.

Côté, Agathe, Jocelyn Jacob, John Nelmes and Miles Whittingham. 1996. "Inflation expectations and Real Return Bonds." *Bank of Canada Review* (summer): 41-53.

Freedman, Charles. 1994. "The use of indicators and of the monetary conditions index in Canada." In *Frameworks for Monetary Stability: Policy Issues and Country Experiences,* edited by Tomás J. T. Baliño and Carlo Cottarelli. Washington: International Monetary Fund. (Reprinted in *The Transmission of Monetary Policy in Canada.* Bank of Canada, 1996.)

_____. 1996. "The role of monetary conditions and the monetary conditions index in the conduct of policy." In *The Transmission of Monetary Policy in Canada.* Ottawa: Bank of Canada.

Lau, Hung-Hay. 1996. "The role of inventory management in Canadian economic fluctuations." *Bank of Canada Review* (spring): 31-44.

# Rapport sur la politique monétaire

*Le dollar d'argent qui illustre la page couverture du* Rapport *célèbre le* Griffon, *le premier bateau à naviguer sur les Grands Lacs en amont des chutes du Niagara. L'explorateur René-Robert Cavelier, sieur de La Salle, construisit le* Griffon *comme un navire de commerce et le mena jusqu'à Michilimackinac et Green Bay. Lors du voyage de retour toutefois, celui-ci fut emporté par une tempête.*

*Banque du Canada*
*234, rue Wellington*
*Ottawa (Ontario)*
*K1A 0G9*

ISSN 0713-7931
CN ISSN 1201-8783

Imprimé au Canada sur papier recyclé

# Rapport sur la politique monétaire

— novembre 1996 —

«(...) la crédibilité ne se bâtit pas du jour au lendemain, mais (...) elle peut être détruite en un rien de temps une fois que les marchés commencent à douter de la fermeté de l'engagement des pouvoirs publics à réaliser les objectifs énoncés. Même si depuis quatre ans nous obtenons de bons résultats sur le front de l'inflation, nous devons nous défaire d'un passé de près de 20 ans d'inflation élevée. La seule façon pour nous d'y arriver est de convaincre les participants aux marchés (...) de la constance dont nous faisons preuve dans les politiques que nous mettons en œuvre.»

— Gordon Thiessen

Allocution prononcée à London (Ontario) le 27 juin 1996 devant la *London Chamber of Commerce*

# Table des matières

**1. Introduction** . . . . . 5

**2. L'évolution récente de l'inflation** . . . . . 6

L'inflation et la fourchette cible. . . . . 6
Les facteurs à l'œuvre . . . . . 7

**3. La réalisation des cibles de maîtrise de l'inflation** . . . . . 17

**4. Les perspectives en matière d'inflation** . . . . . 22

La demande et l'offre globales . . . . . 22
Les facteurs temporaires qui influent sur l'inflation . . . . . 24
Les mesures des attentes relatives à l'inflation . . . 24
Les indicateurs monétaires . . . . . 26

**5. Conclusions** . . . . . 27

**Bibliographie** . . . . . 29

# La stratégie de maîtrise de l'inflation au Canada

### La politique monétaire comme outil

- L'expérience montre qu'à long terme l'inflation découle d'une expansion monétaire excessive. Le mécanisme de transmission est complexe et comporte des décalages dont la durée est à la fois longue et variable. Par l'influence qu'elle exerce sur les taux d'intérêt à court terme, la Banque du Canada s'emploie à imprimer à la masse monétaire un rythme d'expansion compatible avec la fourchette cible de maîtrise de l'inflation.

### Les cibles

- En décembre 1993, le gouvernement fédéral et la Banque du Canada se sont fixé comme objectif de maintenir la croissance annuelle de l'indice des prix à la consommation (IPC) dans une fourchette de 1 à 3 %.

- D'ici la fin de 1998, une nouvelle fourchette cible de maîtrise de l'inflation compatible avec la stabilité des prix sera définie.

### Le suivi de l'inflation

- À court terme, la Banque se concentre sur l'IPC hors aliments, énergie et effet des impôts indirects, car une bonne part des variations de l'indice global sont attribuables aux fluctuations passagères des prix des aliments et de l'énergie et aux modifications des impôts indirects. La Banque appelle cette mesure l'*indice de référence*.

- En longue période, les mesures de l'inflation fondées sur l'IPC global et sur l'indice de référence tendent à afficher des profils d'évolution similaires. Toutefois, si les deux indices devaient conserver des profils d'évolution divergents, la Banque ajusterait la trajectoire souhaitée pour le taux d'augmentation de l'indice de référence de façon à maintenir celui de l'IPC global à l'intérieur de la fourchette cible.

# 1. INTRODUCTION

*En raison des pressions à la baisse qui ont continué de s'exercer sur la tendance de l'inflation, la Banque est de nouveau intervenue pour assouplir les conditions monétaires.*

Le *Rapport sur la politique monétaire* décrit les aspects de l'évolution récente de l'économie canadienne qui ont une incidence sur le taux d'inflation et fournit un compte rendu des mesures adoptées par la Banque du Canada en vue de maîtriser l'inflation. Il fait également état du contexte dans lequel s'inscrira la conduite de la politique monétaire dans les mois à venir.

Au cours des six derniers mois, comme les pressions à la baisse sur l'inflation se maintenaient et que la demande globale était atone, la Banque est de nouveau intervenue pour assouplir les conditions monétaires en abaissant son taux d'escompte et la fourchette opérationnelle établie pour le taux du financement à un jour. L'activité économique a été plus faible que prévu, particulièrement au deuxième trimestre, en raison surtout d'un ajustement des stocks plus important que ce qui avait été escompté. Toutefois, les récents indicateurs économiques laissent entrevoir une accélération du rythme de l'activité pour le reste de cette année et le début de 1997 sous l'effet cumulatif des mesures d'assouplissement monétaire déjà adoptées.

En outre, le caractère positif des facteurs fondamentaux de l'économie canadienne, à savoir le faible taux d'inflation, l'amélioration de la situation budgétaire et le redressement du solde de la balance des paiements internationaux, a permis à nos taux d'intérêt à court et à moyen terme de descendre substantiellement au-dessous des taux américains et a rassuré les investisseurs tant canadiens qu'étrangers sur les chances qu'une telle situation se maintienne.

On ne sait toujours pas très bien avec quelle rapidité l'économie réagira aux mesures passées d'assouplissement des conditions monétaires ni quels seront, à moyen terme, les effets de cette réaction sur les pressions à la baisse s'exerçant sur l'inflation. Quoi qu'il en soit, l'économie dispose d'une marge amplement suffisante pour qu'il y ait expansion et croissance de l'emploi sans recrudescence de l'inflation.

*Les données que renferme le présent rapport s'arrêtent au 22 octobre 1996.*

# 2. L'évolution récente de l'inflation

Les facteurs ayant une incidence temporaire sur l'inflation (comme les variations du taux de change et des cours des produits de base qui avaient poussé l'inflation à la hausse en 1995) ont presque disparu. Par conséquent, les facteurs fondamentaux de l'offre et de la demande sont à l'heure actuelle les seules forces importantes qui agissent sur l'inflation.

### L'inflation et la fourchette cible

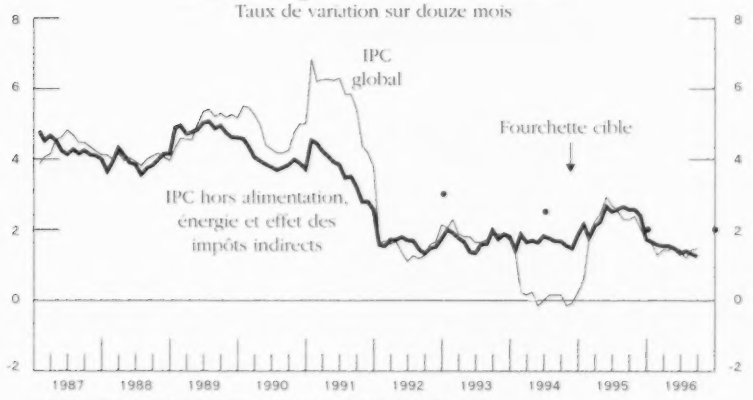
*Ces derniers mois, l'inflation mesurée par l'indice de référence s'est maintenue dans la moitié inférieure de la fourchette cible.*

Tel que prévu dans le précédent rapport, le taux d'augmentation sur douze mois de l'indice de référence (c'est-à-dire l'IPC hors aliments, énergie et effet des impôts indirects) s'est maintenu au cours des derniers mois dans la moitié inférieure de la fourchette cible de maîtrise de l'inflation. En septembre 1996, le taux d'inflation mesuré par cet indice se situait à 1,2 %, comparativement à 1,5 % en mars 1996 et au sommet de 2,7 % atteint en mai 1995 (Graphique 1). Quant à l'IPC global, son taux d'accroissement sur douze mois a été de 1,5 % en septembre, en baisse par rapport au sommet de 2,9 % également atteint en mai 1995.

Graphique 1

**Indice des prix à la consommation**

Taux de variation sur douze mois




• Point médian de la fourchette cible de maîtrise de l'inflation

*D'autres grandes mesures de l'inflation ont de nouveau fléchi au premier semestre de 1996.*

D'autres grandes mesures de l'inflation ont aussi fléchi. En glissement annuel, la hausse de l'indice des prix à pondération fixe du PIB s'est chiffrée à 1,7 % au deuxième trimestre de 1996, contre 2,2 % au quatrième trimestre de 1995 (Graphique 2). Le taux d'accroissement annuel de l'indice de prix en chaîne[1] du PIB hors

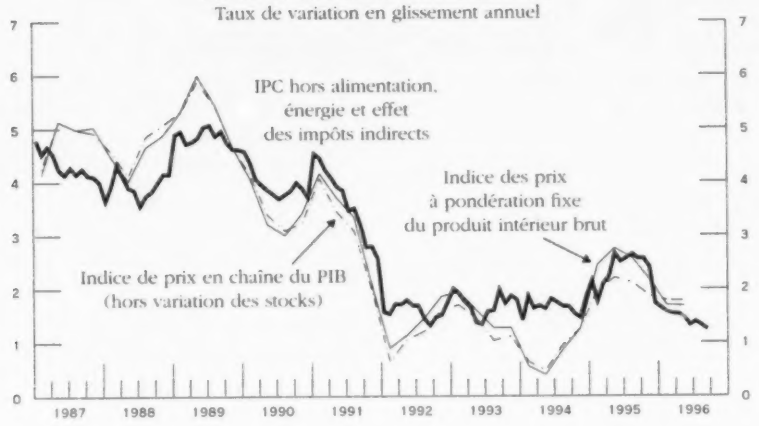
1. Dans le calcul de l'indice de prix en chaîne du PIB hors variation des stocks, les fluctuations trimestrielles des prix sont pondérées par la valeur des composantes de la dépense observée le trimestre précédent.

variation des stocks — une mesure des variations des prix qui tient compte des modifications de la composition de la dépense — a très légèrement baissé au cours de la même période pour s'établir à 1,8 %.

Graphique 2

**Grandes mesures de l'inflation**

Taux de variation en glissement annuel




### Les facteurs à l'œuvre

Au cours des six derniers mois, les capacités de production excédentaires et les ressources inutilisées sur le marché du travail ont continué d'exercer des pressions à la baisse sur l'inflation. Durant la même période, les pressions à la hausse engendrées par le renchérissement antérieur des produits de base et la dépréciation passée du dollar canadien se sont dissipées. Mais les dépenses des ménages ayant amorcé une reprise, divers rabais — particulièrement sur les vêtements — offerts par les détaillants à la fin de 1995 et au début de 1996 ont cessé, ce qui a fait grimper les prix de certains biens de consommation.

## La demande et l'offre globales

Les ventes finales se sont nettement redressées au premier semestre de 1996, comme l'on s'y attendait généralement. Toutefois, en raison des fortes corrections des stocks opérées par les entreprises, l'activité économique s'est à peine accélérée par rapport au deuxième semestre de 1995[2]. Ainsi, l'expansion de l'économie canadienne a été légèrement inférieure à ce que l'on prévoyait dans la précédente livraison du *Rapport*.

*Les ventes finales se sont vivement redressées au premier semestre de 1996, mais le rythme d'expansion de l'économie a été inférieur aux prévisions.*

2. Pour une analyse du rôle des stocks dans les fluctuations économiques, voir H.-H. Lau (1996).

*La demande extérieure a alimenté l'expansion de l'économie.*

Un certain nombre de signes témoignant d'un renforcement de la demande fondamentale ont été observés au premier semestre de l'année.

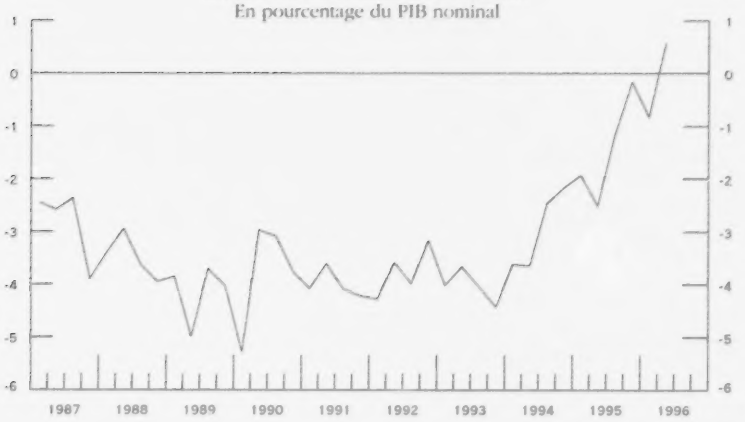
À la faveur d'une accélération de la croissance économique aux États-Unis, la demande extérieure a continué d'alimenter l'expansion de l'économie canadienne. Elle a été soutenue en cela par la forte position concurrentielle des entreprises canadiennes, qui a favorisé l'essor des exportations et accru la substitution de produits nationaux à des produits importés (Note technique 1). Les exportations auraient été encore plus vigoureuses n'eût été la morosité de la demande dans les principaux pays européens, la faiblesse des niveaux des stocks de céréales au Canada et les niveaux élevés des stocks de certains produits de base à l'étranger.

Au cours des deux premiers trimestres de 1996, le volume des exportations s'est accru à un taux annuel moyen de 2,4 %, alors que celui des importations a diminué de 0,9 %. L'augmentation des exportations nettes au cours du premier semestre de 1996 a été le principal facteur du renversement de la balance courante, qui a affiché un solde positif pour la première fois depuis plus de dix ans (Graphique 3). L'amélioration observée à ce chapitre depuis la fin de 1993 se chiffre à 37 milliards de dollars, ce qui équivaut à 5 % du PIB.

Graphique 3

**Solde de la balance courante**

En pourcentage du PIB nominal



Note technique 1

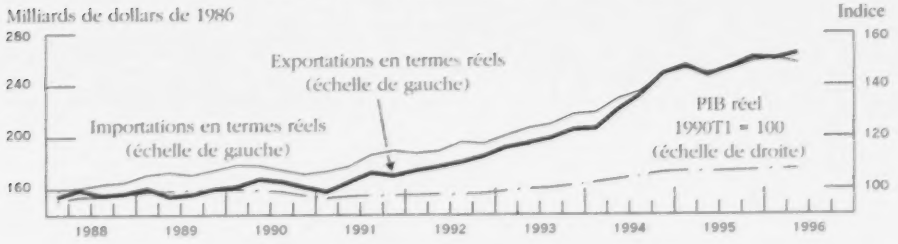
## L'évolution récente des exportations nettes en volume

Après avoir accusé un déficit de 10,4 milliards de dollars (en chiffres annuels) au premier semestre de 1994, les exportations nettes en volume* ont affiché un excédent de 3,5 milliards de dollars (également en chiffres annuels) au premier semestre de 1996. Ce revirement compte pour plus de la moitié de l'accroissement que le PIB réel a enregistré sur la même période. Environ 40 % du redressement des exportations nettes tient à la progression plus vive à l'étranger qu'au Canada des dépenses de consommation et d'investissement. Le reste s'explique dans une large mesure par la compétitivité accrue des entreprises canadiennes, attribuable à la restructuration, à la modernisation de l'équipement, à une meilleure maîtrise des coûts et au bas niveau de l'inflation, de même qu'à la faiblesse relative du cours du dollar canadien. La forte position concurrentielle des entreprises canadiennes devrait se maintenir à moyen terme.

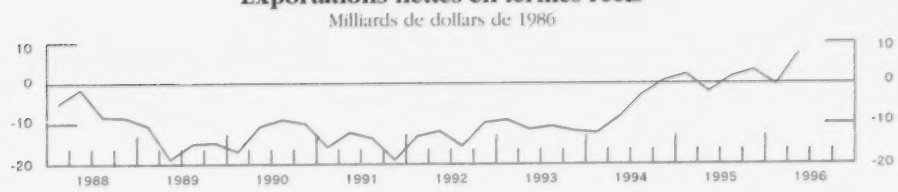
L'amélioration de la position concurrentielle des entreprises, dont les effets se sont fait sentir dans toute l'économie canadienne, s'est traduite par une hausse des exportations nettes en volume de ressources naturelles, de biens manufacturés (surtout d'automobiles) et de services.

La libéralisation des échanges internationaux, favorisée en particulier par l'Accord de libre-échange conclu avec les États-Unis et les négociations de l'Uruguay Round menées dans le cadre du GATT, a été un moteur important de la croissance du commerce extérieur et a provoqué un essor des exportations et des importations plus rapide que celui du PIB. L'expansion du marché international des produits et de l'équipement informatiques a également joué un rôle majeur à cet égard.

**Exportations et importations en termes réels**




**Exportations nettes en termes réels**

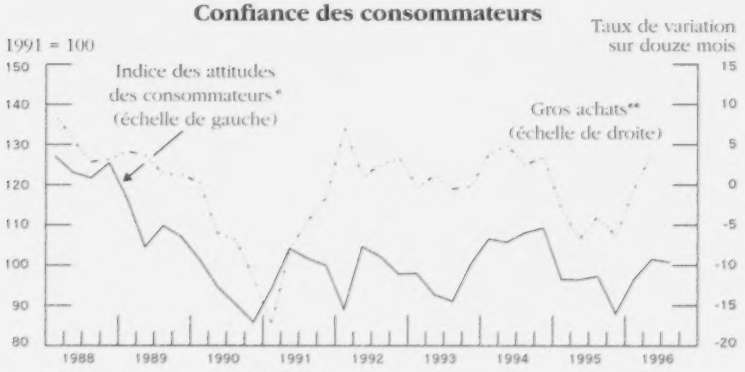



* La différence entre les exportations et les importations exprimées en volume (aux prix de 1986)

Les dépenses des ménages — particulièrement au titre du logement — ont amorcé une reprise au premier semestre de l'année. Cette reprise, qui s'est produite même si la croissance de l'ensemble du revenu disponible des particuliers demeurait lente en raison de la faible progression de l'emploi global, a été favorisée par un certain regain de confiance chez les consommateurs (Graphique 4). En effet, le recul des taux d'intérêt observé depuis octobre dernier a amélioré la perception qu'ont les ménages de leur situation financière à court terme et les a rendus plus disposés à acheter des articles coûteux. Ce regain de confiance peut aussi tenir au maintien de la création d'emplois dans le secteur privé et à certains éclaircissements fournis sur les postes les plus susceptibles d'être touchés par les projets de restructuration dans le secteur public. L'emploi dans le secteur privé a augmenté de 1,5 % en chiffres annuels durant les deux premiers trimestres de l'année, contre 1,3 % au cours des deux trimestres précédents.

Graphique 4

**Confiance des consommateurs**



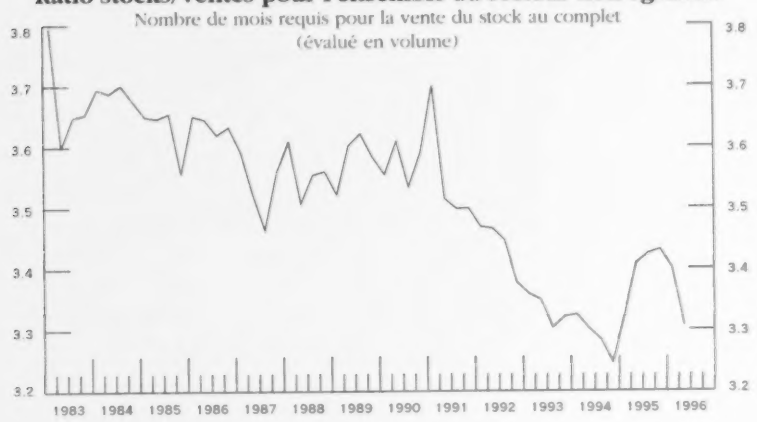

* Source : Conference Board du Canada

** Achats, en dollars constants, de biens de consommation durables et de logements

Durant les six premiers mois de 1996, les entreprises ont corrigé les importants déséquilibres des stocks apparus au premier semestre de 1995; ainsi, au milieu de cette année, le ratio des stocks aux ventes pour l'ensemble du secteur non agricole était retombé près du niveau désiré, qui tend à baisser en raison des nouvelles techniques de gestion des stocks (Graphique 5). Le rythme de réduction des stocks s'est accéléré au second trimestre de 1996 tant dans le secteur de la fabrication que dans celui du commerce de gros, de telle sorte que ceux-ci se sont établis aux niveaux souhaités, et parfois même légèrement en deçà. Les stocks des détaillants, en revanche, restaient supérieurs en milieu d'année aux niveaux souhaités. La situation au chapitre des stocks étant maintenant plus équilibrée dans l'ensemble, la croissance future des ventes finales devrait alimenter une augmentation de la production.

Graphique 5

**Ratio stocks/ventes pour l'ensemble du secteur non agricole**




En dépit de cette évolution favorable, la demande intérieure a stagné, ce qui est dû en grande partie aux efforts de réduction du fardeau de la dette accumulée. À cet égard, le facteur prépondérant a été l'incidence des mesures d'austérité budgétaire qu'ont dû adopter le gouvernement fédéral et les administrations provinciales (Note technique 2). Les investissements fixes des entreprises sont aussi demeurés atones au premier semestre de 1996, alors que du milieu de 1992 à celui de 1995, ils s'étaient fortement accrus.

Étant donné que la capacité de production de l'économie a continué d'augmenter plus rapidement que la demande globale durant les six premiers mois de l'année, la Banque estime que l'écart de production s'est creusé pour s'établir entre 3 et 3 1/2 % au milieu de 1996, contre 2 1/2 et 3 % au début de l'année (Graphique 6)[3]. On peut en déduire que les pressions à la baisse sur la tendance de l'inflation vont se maintenir.

3. Voir l'examen de la méthodologie utilisée à la Banque aux fins d'estimation de la production potentielle dans la livraison de mai 1995 du *Rapport sur la politique monétaire* (Note technique 1, page 9).

Note technique 2

## L'assainissement des finances publiques

On estime que le déficit combiné des administrations fédérale et provinciales, qui était de 62 milliards de dollars au cours de l'exercice financier 1993-1994, est tombé à 40 milliards durant l'exercice 1995-1996. Il ressort des relevés et des documents budgétaires récents qu'une nouvelle réduction du déficit, d'une ampleur un peu moindre, est envisagée d'ici la fin de 1997-1998 (voir le tableau).

**Déficit global des administrations fédérale et provinciales (sur la base des comptes publics)**

| | Exercice financier | | | | |
|---|---|---|---|---|---|
| | 1993-1994 | 1994-1995 | 1995-1996 Estimations | 1996-1997 Prévisions | 1997-1998 Prévisions |
| Déficit (en milliards de dollars) | 62,3 | 53,2 | 40,3 | 35,0 | 25,1 |
| Déficit (en % du PIB) | 8,7 | 7,1 | 5,2 | 4,4 | 3,0 |
| Nota : Dette nette (en % du PIB) | 99,1 | 101,7 | 103,0 | 104,7 | 103,4 |

L'adoption de mesures d'austérité budgétaire s'est imposée pour plusieurs raisons. Comme la situation budgétaire était presque continuellement déficitaire depuis le milieu des années 70, le ratio de la dette publique au PIB a grimpé au-dessus de 100. Par conséquent, les investisseurs ont exigé des primes de risque plus élevées pour détenir des titres en dollars canadiens, et les taux d'intérêt canadiens sont devenus de plus en plus assujettis aux fortes fluctuations de la confiance des investisseurs. Ensuite, un haut niveau d'endettement par rapport au PIB réduit sensiblement les niveaux de vie des générations futures. Enfin, compte tenu de la hausse du ratio de la dette, une part croissante des revenus de l'État a été consacrée aux paiements d'intérêts plutôt qu'au financement des programmes publics.

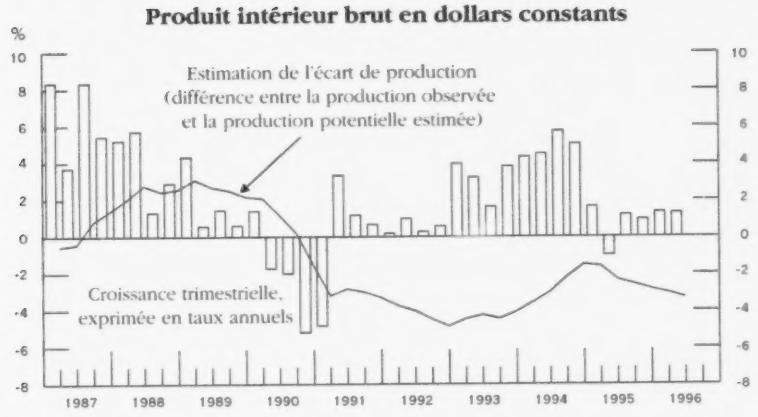
Les mesures d'austérité adoptées corrigeront ces problèmes, mais il leur faudra pour cela un certain temps. Initialement, les réductions des dépenses et de la fonction publiques et les relèvements d'impôts peuvent déprimer la demande intérieure. Toutefois, comme l'amélioration de la situation budgétaire raffermit la confiance des marchés et compte tenu des répercussions des mesures d'austérité sur la demande intérieure, une détente des conditions monétaires devient appropriée.

Le maintien de la discipline budgétaire continuera vraisemblablement de freiner dans une certaine mesure la croissance de la demande à court terme. Les conditions monétaires auront donc tendance à être plus souples qu'elles ne l'auraient été autrement. Cependant, l'évolution future des conditions monétaires sera aussi fortement liée à celle de la demande extérieure de biens et de services canadiens et au degré de raffermissement de la demande intérieure face à la baisse importante des taux d'intérêt qui est survenue.

La réduction du déficit a aussi influé sur la composition des conditions monétaires. Grâce aux progrès réalisés sur le front budgétaire, les investisseurs sont de plus en plus disposés à détenir des titres en dollars canadiens. Cette situation a eu tendance à exercer des pressions à la baisse sur les taux d'intérêt tout en soutenant le cours du dollar canadien. Même si une appréciation du dollar pouvait ralentir quelque peu la croissance future des exportations, la baisse des taux d'intérêt devrait stimuler la demande intérieure et faciliter la poursuite de la réduction du déficit.

Graphique 6

**Produit intérieur brut en dollars constants**




## Le taux de change et les prix des produits de base

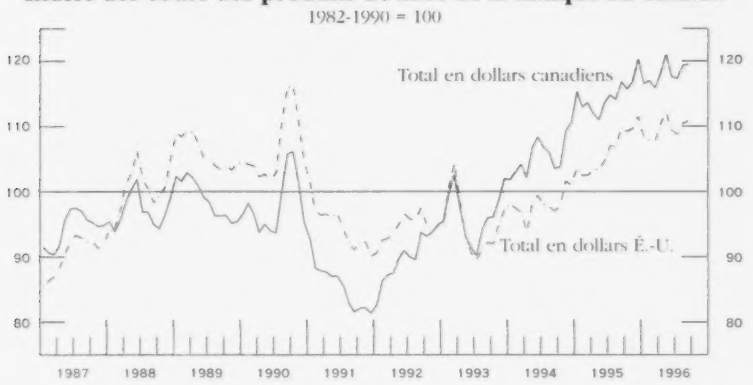
*Les répercussions des variations du taux de change sur les prix ont pratiquement disparu.*

Les variations du taux de change se répercutent habituellement sur l'indice de référence des prix à la consommation dans une proportion d'environ 20 % sur une période de deux ans. Ainsi, l'effet sur l'inflation de la dépréciation de 20 % qu'a connue le dollar canadien avant le milieu de 1994 a pratiquement disparu au cours des derniers mois. On peut attribuer à cette dépréciation plus de 1 point de pourcentage de l'augmentation annuelle de 2,7 % que l'indice de référence a affichée en mai 1995 et qui marquait un sommet. L'intensification de la concurrence et l'incidence des gains de productivité tant dans le commerce de détail que dans le secteur manufacturier ont aussi continué d'exercer des pressions à la baisse sur les prix de divers produits importés et de produits en concurrence avec ceux-ci.

Les cours mondiaux des produits de base (exprimés en dollars É.-U.) sont demeurés fermes en moyenne depuis avril dernier (Graphique 7). Les augmentations de prix les plus fortes ont été enregistrées par le bois d'œuvre et le bétail. Le bois d'œuvre a considérablement renchéri à la faveur des nouvelles faisant état du maintien d'une activité vigoureuse sur le marché du logement aux États-Unis. Les prix du bétail se sont redressés sous l'effet de l'essor de la demande et de la diminution de l'offre, cette dernière attribuable à la hausse relativement importante du prix des céréales fourragères observée en début d'année.

Graphique 7

**Indice des cours des produits de base de la Banque du Canada**




En revanche, les cours de nombreuses matières industrielles et des grains ont fortement diminué. Les cours des métaux communs ont fléchi, ceux du papier journal ont nettement reculé et ceux des grains, qui étaient à des niveaux très élevés, ont dégringolé récemment, les bonnes récoltes laissant présager une amélioration de l'offre. Après avoir baissé entre avril et août en raison de la réduction saisonnière de la demande, les prix du pétrole brut ont grimpé au début de septembre, à la suite de nouvelles indications donnant à penser que la reprise des ventes de pétrole par l'Iraq serait encore retardée en raison de l'aggravation des tensions dans ce pays.

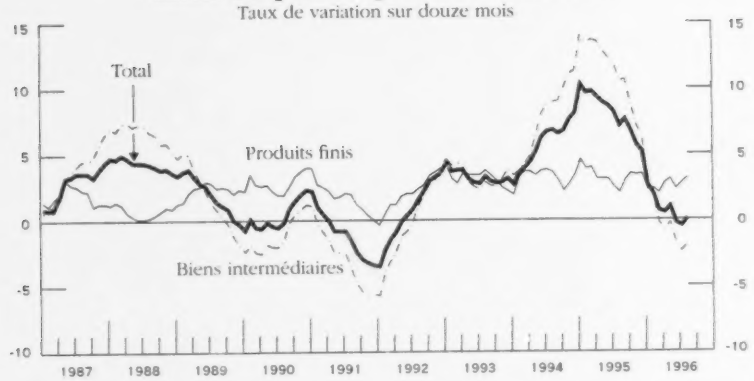
*Le fléchissement des cours des matières industrielles a eu pour effet de ralentir la croissance des prix à la production.*

La baisse des prix de nombreuses matières industrielles obtenus par les producteurs canadiens explique en partie le ralentissement de la croissance sur douze mois de l'Indice des prix des produits industriels (Graphique 8) et de l'ensemble des prix à l'exportation. L'effet du renchérissement antérieur des produits de base (comme le papier) sur les prix à la consommation s'est grandement dissipé depuis le printemps, et il est beaucoup trop tôt pour que la diminution récente des cours de nombreuses matières industrielles se fasse sentir auprès des consommateurs.

Graphique 8

**Indice des prix des produits industriels**

Taux de variation sur douze mois




## La maîtrise des coûts et les autres facteurs

La concurrence est demeurée vive sur les marchés au cours des six premiers mois de 1996, ce qui a continué de pousser les producteurs à s'efforcer de maîtriser leurs coûts et d'accroître la productivité. Dans l'ensemble, la hausse des coûts a été faible.

*Les hausses salariales accordées au premier semestre de 1996 sont similaires à celles consenties en 1995.*

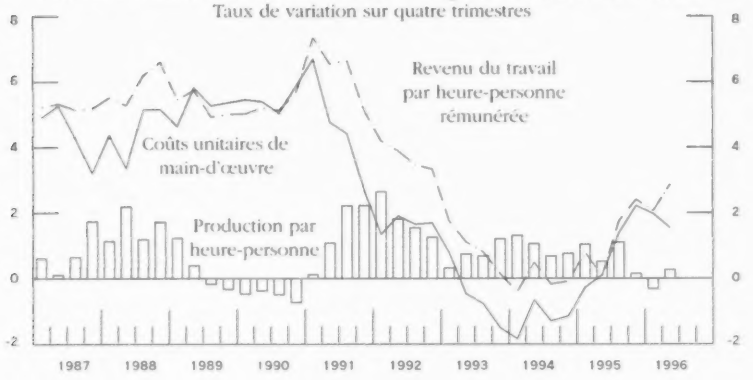
Les salaires, qui sont la principale composante des coûts, ont continué de progresser à un rythme modéré au premier semestre de 1996; le taux d'augmentation annuelle de la rémunération horaire moyenne a été de 2,4 % au deuxième trimestre, soit au même niveau qu'au quatrième trimestre de 1995. On estime que la tendance de la hausse annuelle des salaires (non compris l'incidence que des facteurs comme les modifications de la composition de l'emploi ont sur le niveau moyen des salaires) oscille entre 1,5 et 2 %. Dans de nombreux cas, les hausses salariales consenties dans le secteur privé font suite à d'importants gains de productivité, alors que dans le secteur public les salaires se ressentent toujours des mesures d'austérité. La progression des salaires devrait rester assez constante, étant donné que les augmentations accordées dans les conventions collectives au cours des huit premiers mois de l'année se sont établies en moyenne à 1,2 % dans le secteur privé et à 0,5 % dans le secteur public, chiffres qui sont très proches de ceux de 1995.

*La productivité s'est redressée, et l'augmentation sur quatre trimestres des coûts unitaires de main-d'œuvre s'est ralentie.*

La croissance de la productivité (production par heure-personne) a repris au premier semestre de 1996, mais à un rythme très modéré, ce qui a contribué au fléchissement du taux d'accroissement sur quatre trimestres des coûts unitaires de main-d'œuvre observé durant la période (Graphique 9). Dans certains secteurs, notamment la construction, les entreprises semblent avoir ajusté leur main-d'œuvre par suite du tassement imprévu qu'a connu la demande vers la fin de 1995.

Graphique 9

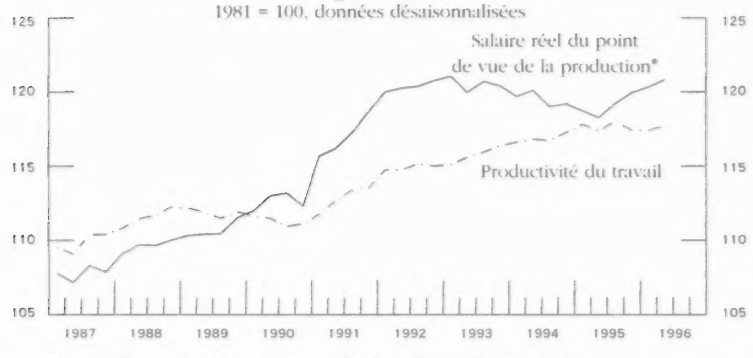
**Coûts unitaires de main-d'œuvre et productivité du travail**




L'écart entre la productivité et le niveau des salaires réels payés par les producteurs a continué de se creuser au premier semestre de 1996 (Graphique 10). Cela tenait principalement à l'incidence, sur les indices globaux des prix à la production, de la diminution marquée du taux de croissance de l'ensemble des prix des produits de base. Pour que cet écart s'amenuise, la productivité du travail devra s'accroître plus rapidement que les salaires réels pendant un certain temps.

Graphique 10

**Salaires réels et productivité du travail**




* Revenu du travail par heure-personne divisé par l'indice des prix du PIB

# 3. La réalisation des cibles de maîtrise de l'inflation

*Au cours des six derniers mois, la Banque a réduit de 125 points de base additionnels sa fourchette opérationnelle pour le taux du financement à un jour, en raison des pressions à la baisse persistantes sur l'inflation.*

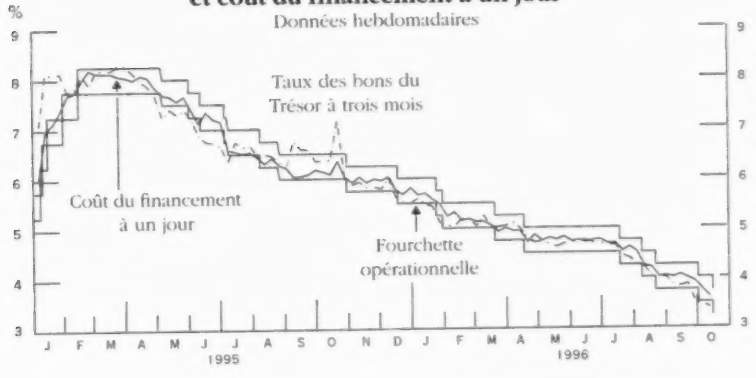
Pour contrer la faiblesse de la demande globale, qui accentuait les risques d'une chute de l'inflation au-dessous de la fourchette cible, la Banque a assoupli davantage les conditions monétaires au pays. Ainsi, à cinq reprises depuis le mois de mai, elle a abaissé d'un quart de point de pourcentage son taux d'escompte et les limites de sa fourchette opérationnelle pour le taux du financement à un jour (Graphique 11). Lors des trois premières interventions, le communiqué qu'elle a émis soulignait que ces réductions étaient motivées par des pressions à la baisse persistantes sur l'inflation. Les deux dernières réductions faisaient suite au raffermissement du dollar et visaient à empêcher un resserrement des conditions monétaires dans leur ensemble.

Le marché monétaire ayant anticipé les mesures de la Banque, comme il le fait régulièrement depuis quelque temps, le repli des taux à trois mois a devancé celui du taux du financement à un jour. Les autres marchés financiers, notamment le marché des changes, ont réagi de façon positive à la baisse des taux, les participants reconnaissant que celle-ci était compatible avec les facteurs fondamentaux de l'économie canadienne.

Graphique 11

**Taux des bons du Trésor à trois mois et coût du financement à un jour**

Données hebdomadaires



*Les marchés financiers accordent une attention croissante aux facteurs fondamentaux de l'économie canadienne...*

De fait, au cours des six derniers mois, les marchés financiers ont porté une attention croissante aux facteurs fondamentaux positifs qui caractérisent l'économie canadienne — notamment le maintien d'un bas taux d'inflation, l'assainissement des finances publiques (bien que les hauts niveaux d'endettement demeurent une source d'inquiétude) et l'amélioration du compte courant de la balance des paiements —, et la situation politique au Québec est passée à l'arrière-plan de leurs préoccupations.

Aux États-Unis, les marchés obligataires ont connu quelques accès de faiblesse lorsque la publication de statistiques donnait à penser qu'un relèvement des taux d'intérêt dans ce pays pourrait être nécessaire. Autrement, la situation économique internationale a été propice à l'assouplissement des conditions monétaires au Canada. Les taux d'intérêt ont accusé une baisse généralisée en Europe, et les marchés financiers mondiaux ont été stables.

Au Canada, la force des facteurs fondamentaux a soutenu le dollar (Graphique 12) et facilité en même temps la décrue des taux d'intérêt. Les taux canadiens à 90 jours sont maintenant inférieurs de 200 points de base environ à leurs pendants américains. Il faut remonter au début des années 70 pour trouver un autre exemple d'écart négatif se maintenant un certain temps (Note technique 3).

Graphique 12

**Taux de change du dollar canadien**

Données des mercredis

Note technique 3

## Les écarts entre les taux d'intérêt canadiens et américains
## Une perspective à long terme

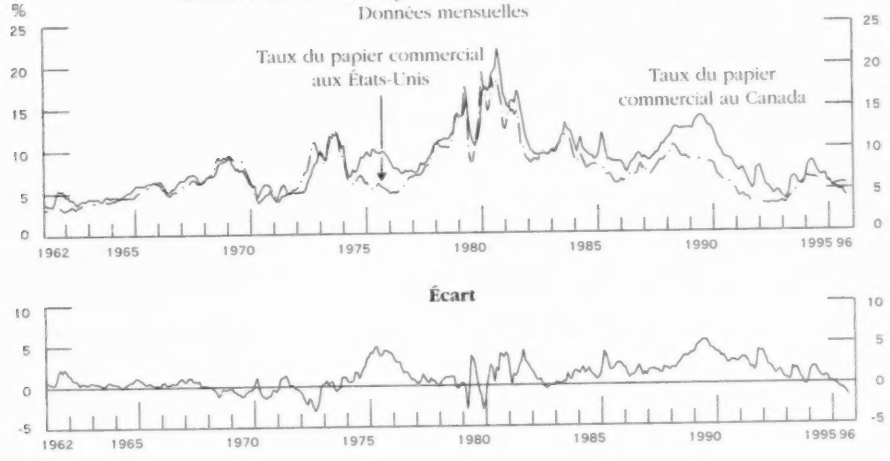
L'évolution des taux d'intérêt aux États-Unis est un élément déterminant du niveau des taux pratiqués au Canada. Cependant, ces taux peuvent différer les uns des autres à tout moment en raison de facteurs comme les taux d'inflation relatifs des deux pays, l'écart entre leurs positions conjoncturelles et les perceptions relatives au risque.

Les taux d'intérêt à court terme au Canada sont inférieurs à leurs pendants américains depuis le début de 1996, et il en est de même à l'heure actuelle des taux pour les échéances de dix ans et moins. Les écarts entre les taux d'intérêt nominaux des instruments à long terme sont également inférieurs aux niveaux observés dans le passé. Cette situation est attribuable aux données fondamentalement saines de l'économie canadienne, qui laissent entrevoir la possibilité d'une appréciation future du dollar canadien et, du point de vue des investisseurs, compensent l'écart négatif de taux d'intérêt.

La seule fois où les taux d'intérêt canadiens ont été inférieurs aux taux américains pendant une période prolongée au cours de l'histoire récente a été entre 1969 et 1973. Pendant la première moitié de cette période, l'inflation était plus faible au Canada qu'aux États-Unis et, plus tard, le solde de la balance courante a bénéficié d'une forte hausse des prix des produits de base. Ces facteurs aidant, le cours du dollar s'est apprécié après l'adoption du régime de changes flottants en mai 1970. Comme l'accélération de l'inflation a été plus vive par la suite au Canada qu'aux États-Unis, les écarts négatifs n'ont pu être maintenus. En revanche, les taux relativement faibles que l'on observe actuellement devraient se révéler plus durables étant donné les meilleurs résultats obtenus par le Canada au chapitre de l'inflation et l'engagement formel et soutenu des autorités monétaires canadiennes envers les cibles de maîtrise de l'inflation, sans oublier l'assainissement de la situation budgétaire.

Les autres pays affichant de meilleurs résultats que les États-Unis au chapitre de l'inflation ont aussi tendance à avoir des taux d'intérêt plus faibles. C'est le cas notamment du Japon, de l'Allemagne et de la France.

**Taux d'intérêt à 90 jours – Canada et États-Unis**

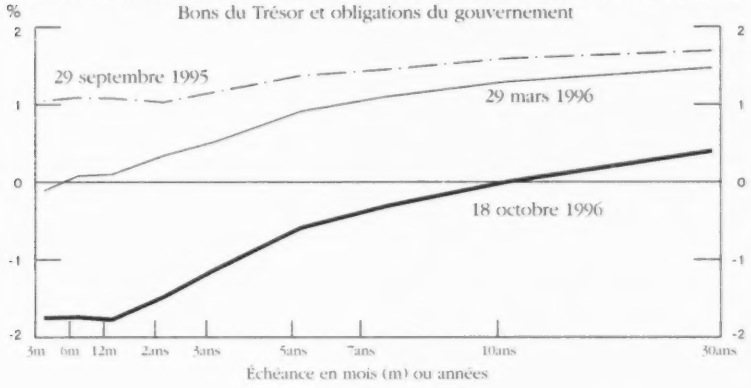


À l'heure actuelle, l'écart de rendement est négatif également pour les obligations à court et à moyen terme (Graphique 13). Les écarts entre les taux longs demeurent positifs, mais, par suite du recul des taux de rendement des obligations canadiennes qui s'est amorcé au printemps, ces écarts sont légèrement en deçà des moyennes enregistrées dans le passé. On peut en déduire que les investisseurs ont révisé à la baisse leur évaluation du risque d'inflation et des autres risques que présente l'économie canadienne par rapport à ceux qu'ils associent à la situation économique aux États-Unis. La reconnaissance de l'engagement des autorités à l'égard d'une saine politique monétaire et les mesures fermes de réduction des déficits publics adoptées depuis deux ou trois ans étaient des conditions essentielles du recul des taux.

Graphique 13

**Écarts de taux d'intérêt – Taux canadiens moins taux américains**

Bons du Trésor et obligations du gouvernement




*... et les conditions monétaires se sont assouplies à la faveur d'un repli des taux d'intérêt.*

Le cours du dollar canadien ayant fluctué à l'intérieur d'une bande étroite pendant la majeure partie des douze derniers mois, l'indice des conditions monétaires (ICM) s'est replié en gros au même rythme que les taux d'intérêt à court terme. Les deux baisses du taux d'escompte et des limites de la fourchette visée pour le taux du financement à un jour qui ont été effectuées en octobre à la suite du raffermissement du dollar canadien ont servi à rééquilibrer la composition des conditions monétaires pour éviter un durcissement. L'ICM en termes réels se situe actuellement à son plus bas niveau depuis le retour, en 1970, du régime de changes flottants, ce qui signifie que la détente cumulative des conditions monétaires constitue un facteur d'encouragement considérable pour l'économie canadienne (Note technique 4); celui-ci tend à contrebalancer la faiblesse de la dépense des ménages et l'incidence à court terme des mesures d'austérité budgétaire.

Note technique 4

## L'indice des conditions monétaires en termes réels ou nominaux

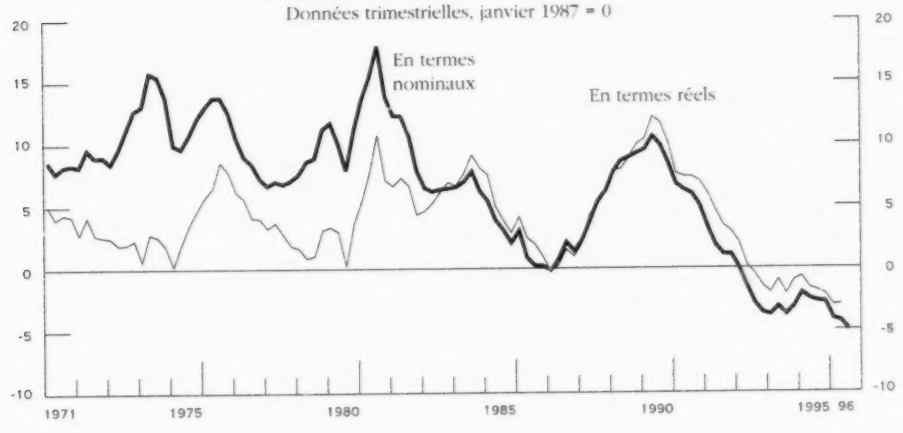
Depuis plusieurs années, la Banque a recours à l'indice des conditions monétaires (ICM) — qui combine les taux d'intérêt à court terme et le taux de change — comme cible opérationnelle à court terme*. Cet indice se révèle particulièrement utile sur un horizon d'un à deux trimestres. Entre les prévisions trimestrielles établies par le personnel, l'ICM constitue pour la Banque un rappel constant de la nécessité de tenir compte des fluctuations du taux de change dans les décisions concernant les modifications de taux d'intérêt.

Le niveau des conditions monétaires nécessaire pour que l'inflation se maintienne à l'intérieur de la fourchette cible de maîtrise de l'inflation change à mesure que les forces qui influent sur la demande et l'offre globales évoluent. Théoriquement, comme ce sont les changements au sein des variables réelles qui influencent la production réelle, la mesure pertinente est l'ICM *réel*, construit à partir du taux d'intérêt moins l'inflation attendue et du taux de change corrigé pour tenir compte des variations relatives du niveau des prix au Canada et à l'étranger**. Toutefois, en pratique, la Banque se concentre sur l'ICM nominal parce qu'il peut être mis à jour quotidiennement, tandis que les mesures de prix servant au calcul de l'ICM réel ne sont disponibles qu'une fois par trimestre et avec un décalage. Le recours à l'ICM nominal ne devrait pas donner lieu à une mauvaise interprétation des conditions monétaires car la mesure nominale suit l'ICM réel de très près d'un trimestre à l'autre, les variations des taux nominaux sur les marchés financiers dominant chacune des deux séries.

Il reste que pour comparer les conditions monétaires sur longue période, il est plus approprié d'examiner l'indice en termes réels. Cela dit, les deux indices ont reculé de façon marquée depuis le début des années 90 et se situent maintenant à leur plus bas niveau depuis 25 ans.

**Indice des conditions monétaires**

Données trimestrielles, janvier 1987 = 0




* Pour plus de renseignements sur la construction de l'ICM et les raisons qui l'ont motivée, voir C. Freedman (1994) et (1996).

** La mesure de l'inflation attendue utilisée dans le graphique est le taux de croissance sur quatre trimestres de l'indice des prix du PIB. Ce type d'indices sert aussi à calculer le taux de change réel pondéré en fonction des échanges commerciaux.

# 4. Les perspectives en matière d'inflation

Dans l'évaluation qu'elle fait de l'évolution future de l'inflation, la Banque tient surtout compte des facteurs qui sont susceptibles d'agir sur l'équilibre entre la demande et l'offre globales au cours des quatre à six trimestres à venir. Pour se faire une idée de la trajectoire future de la production, de l'inflation et des conditions monétaires appropriées, elle examine aussi les indicateurs des attentes en matière d'inflation et le rythme d'expansion de la masse monétaire.

### La demande et l'offre globales

*La demande extérieure devrait continuer à alimenter la croissance de la production au Canada.*

La croissance économique s'est accélérée aux États-Unis au premier semestre de 1996. De fait, la demande est probablement redevenue légèrement excédentaire dans ce pays vers le milieu de l'année, mais les mesures globales des prix et des coûts de production ne trahissent aucune intensification des pressions inflationnistes. Sous l'effet conjugué d'une montée des taux d'intérêt à long terme et d'une appréciation du cours du dollar É.-U. pondéré en fonction des échanges commerciaux, l'économie américaine pourrait retrouver un rythme de croissance viable au cours des prochains trimestres. Il n'est toutefois pas exclu que la Réserve fédérale sente la nécessité de resserrer quelque peu sa politique monétaire.

Si le rythme d'expansion économique a été modeste dans les principaux pays européens durant les premiers mois de 1996, il a été plus vigoureux dans l'ensemble au Japon. Les économies des pays d'outre-mer devraient connaître une croissance modérée au deuxième semestre de 1996, à la faveur dans bien des cas de l'assouplissement antérieur des conditions monétaires.

L'indice global des prix des produits de base devrait commencer à afficher une légère tendance à la hausse vers le début de 1997 même si, à court terme, les prix de certains de ces produits devraient être soumis à des pressions à la baisse. Le cours du pétrole brut devrait redescendre en raison d'un accroissement de l'offre provenant de pays non-membres de l'OPEP; il est cependant très difficile de faire des prévisions à ce sujet étant donné la situation politique et militaire qui règne actuellement au Moyen-Orient. Les prix des grains pourraient continuer de fléchir puisque les récoltes s'annoncent abondantes cette année partout dans le monde. Quant au prix du papier journal, il pourrait poursuivre son repli à court terme, les utilisateurs continuant de comprimer leurs stocks. Néanmoins, les cours des autres matières

industrielles devraient se raffermir en moyenne, le rythme d'expansion dans les grands pays industriels ayant pour effet de réduire les capacités excédentaires au sein de l'économie mondiale.

Dans l'ensemble, la demande extérieure devrait continuer d'alimenter la croissance de l'économie canadienne au deuxième semestre de 1996, soutenue en cela par la forte position concurrentielle des entreprises canadiennes.

*... et la demande intérieure devrait se raffermir.*

Certains signes témoignent également d'une reprise de la demande intérieure. Selon les résultats des dernières enquêtes sur les intentions d'investissement et sur la confiance des entreprises, les dépenses en capital se redresseront au deuxième semestre de 1996. En outre, la correction marquée des stocks qui s'est produite récemment, et qui a eu pour effet de ramener ceux-ci près des niveaux désirés, devrait faire en sorte que l'essor des ventes finales donne directement lieu à un accroissement de la production. Le programme d'austérité budgétaire se poursuivra et la faiblesse actuelle du taux d'épargne des particuliers aura tendance à freiner les dépenses des ménages, mais l'effet de ces facteurs sur l'expansion de la demande intérieure globale devrait être neutralisé par la baisse passée des taux d'intérêt et par la croissance de l'emploi dans le secteur privé qui, en dépit d'une certaine faiblesse de l'emploi global, s'est chiffrée à 2,4 % en taux annuels au troisième trimestre. C'est ce que révèle la meilleure tenue de nombreux indicateurs de l'évolution de la consommation et de l'activité dans le secteur du logement au début du troisième trimestre de 1996.

*Dans l'ensemble, le rythme d'expansion économique devrait s'accélérer au Canada au deuxième semestre de 1996.*

À en juger par les facteurs externes et internes à l'œuvre, l'activité économique devrait progresser plus rapidement au deuxième semestre de 1996 que cela n'a été le cas entre le milieu de 1995 et le milieu de 1996. La grève chez General Motors aura une incidence sensible sur le niveau moyen de l'activité au quatrième trimestre, mais la Banque considère que, ce facteur mis à part, la production devrait s'accroître à un rythme supérieur à celui de la production potentielle aux troisième et quatrième trimestres. Abstraction faite aussi de la grève chez GM, les prévisionnistes du secteur privé estiment que le taux de croissance moyen pour cette période se situera entre 3 1/2 et 4 % en chiffres annuels[4]. À notre avis, l'économie devrait rester très vigoureuse bien au-delà de la fin de cette année, à la faveur de l'important assouplissement des conditions monétaires qui a déjà eu lieu. En effet, la Banque s'attend à ce que le taux de croissance moyen soit

4. Les prévisions du secteur privé pour le dernier semestre de 1996 et les quatre trimestres de 1997 ont été établies à partir des taux annuels moyens prévus pour 1996 et 1997, qui sont de 1,5 % et de 3,1 % respectivement (ministère des Finances, *La mise à jour économique et financière*, 9 octobre 1996).

supérieur à 4 % au cours de la période de quatre trimestres se terminant à la fin de 1997, alors que les prévisionnistes du secteur privé ne tablent que sur un taux de croissance de 3 %.

*L'offre excédentaire continuera néanmoins d'exercer des pressions à la baisse sur l'inflation.*

Selon les projections mentionnées ci-dessus, les pressions à la baisse qu'engendre la présence de capacités de production excédentaires sur le taux d'inflation mesuré par l'indice de référence joueront encore un rôle important au cours des prochains trimestres. De même, la situation du marché du travail continuera de prévenir de fortes pressions à la hausse sur les salaires. Par ailleurs, l'accélération attendue du rythme de l'expansion économique au deuxième semestre de 1996 devrait se traduire par de nouveaux gains de productivité, ce qui aura également pour effet de limiter les augmentations globales des coûts.

### Les facteurs temporaires qui influent sur l'inflation

*Les variations passées du taux de change et des prix des produits de base ne devraient plus guère exercer de pressions à la baisse sur l'inflation.*

Étant donné que le dollar canadien est stable depuis deux ans, ses variations antérieures ne devraient plus guère exercer de pressions sur l'inflation. Il ne faut pas non plus s'attendre à ce que le net recul enregistré récemment par les prix de nombreuses matières industrielles engendre des pressions à la baisse au cours des prochains mois, puisque de tels mouvements ne se répercutent généralement sur les prix à la consommation qu'avec d'assez longs retards.

En outre, une foule d'indices continuent de montrer que la concurrence demeure vive dans le secteur de la vente au détail au Canada, les consommateurs restant très réfractaires à la plupart des relèvements de prix. Les détaillants semblent néanmoins avoir mis fin à certains des rabais pratiqués plus tôt durant l'année, une fois leurs stocks excédentaires écoulés, surtout ceux d'articles saisonniers. Si la demande des ménages continue de se redresser et qu'un meilleur équilibre des stocks est réalisé au deuxième semestre de 1996, d'autres rabais pourraient être supprimés, ce qui ferait augmenter quelque peu les prix. Dans l'ensemble, toutefois, l'influence des facteurs transitoires sur l'inflation mesurée par l'indice de référence devrait être assez faible.

### Les mesures des attentes relatives à l'inflation

*Le taux d'inflation attendu a reculé.*

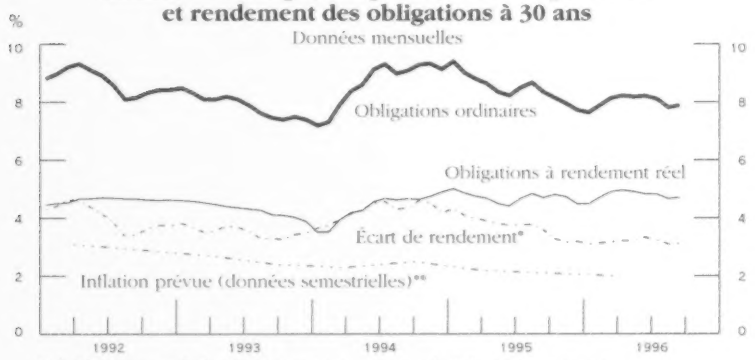
Les attentes des agents économiques, qui jouent un rôle important dans les perspectives d'évolution de l'inflation, sont influencées par le taux d'inflation observé et par la crédibilité dont jouit la cible de maîtrise de l'inflation fixée par la Banque. Plus celle-ci est crédible, plus le taux d'inflation attendu se rapproche du point médian de la fourchette cible. Au cours des six derniers mois, le taux d'inflation attendu à court terme a accusé un nouveau recul. Dans l'enquête trimestrielle que le Conference Board du Canada a menée en septembre sur la confiance des

entreprises canadiennes, 97 % des répondants s'attendaient à ce que l'inflation se situe à 2 % ou moins à court terme (comparativement à 83 % lors de l'enquête effectuée en décembre 1995). Selon les résultats de l'enquête trimestrielle que cet organisme a menée en juin auprès de prévisionnistes, le taux d'inflation mesuré par l'IPC devrait se situer en moyenne à environ 1,5 % en 1996, ce qui est légèrement inférieur au chiffre annoncé dans l'enquête effectuée trois mois plus tôt, et remonter aux alentours de 1,7 % en 1997.

Étant donné que l'écart de rendement entre les obligations ordinaires à long terme et les obligations à rendement réel se fonde en grande partie sur les attentes des investisseurs relativement à l'inflation à long terme, les variations de cet écart peuvent servir à estimer l'évolution des attentes[5]. L'écart de rendement est resté relativement constant cette année, après s'être amenuisé en 1995 (Graphique 14).

Graphique 14

**Hausse de l'IPC prévue pour 6 à 10 ans plus tard et rendement des obligations à 30 ans**




* Établi au moyen de la formule pertinente pour le calcul des intérêts composés
** Source : Consensus Economics Inc.

5. Voir Côté et al. (1996) pour une analyse des avantages et des désavantages que présente cette méthode de mesure des attentes. L'existence de primes de risque d'inflation et de risque de liquidité qui ne sont pas observables constitue la principale difficulté lorsque l'on interprète les chiffres donnés par cette mesure.

*L'évolution des agrégats monétaires laisse présager un bas taux d'inflation et une accélération de la croissance de la production.*

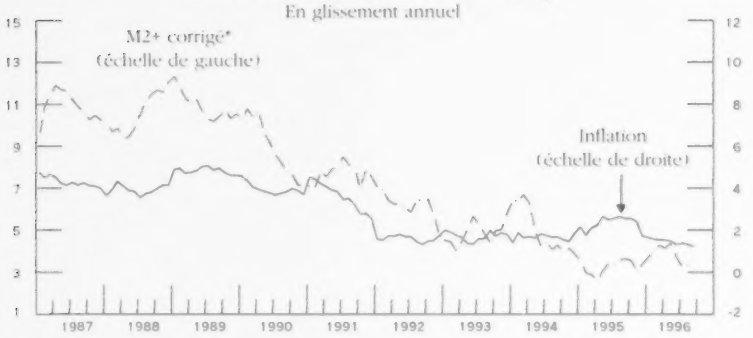
### Les indicateurs monétaires

La croissance de l'agrégat monétaire au sens large M2+ s'est ralentie au deuxième trimestre (Graphique 15). Si l'on se fie simplement à la relation observée dans le passé entre les agrégats monétaires au sens large et les prix, ce ralentissement indiquerait que le taux d'inflation pourrait baisser pour s'établir près de la limite inférieure de la fourchette cible d'ici la fin de l'année.

Graphique 15

**Taux d'inflation selon l'indice de référence et taux de croissance de M2+ corrigé**

En glissement annuel

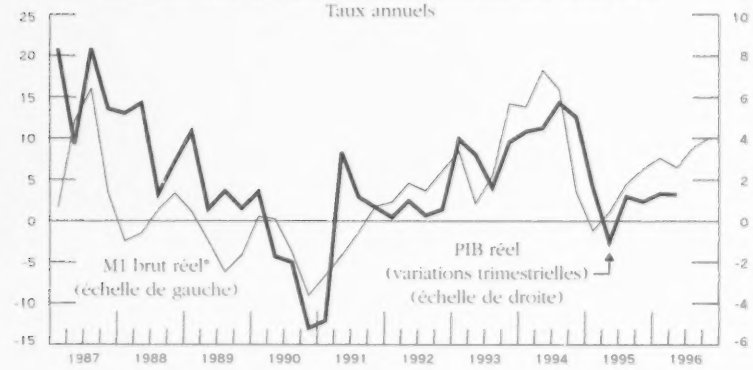



* M2+ corrigé correspond à M2+ majoré des obligations d'épargne du Canada et des fonds mutuels des institutions financières.

Graphique 16

**Taux de croissance du PIB réel et de M1 brut réel**

Taux annuels




* Moyenne mobile sur deux trimestres du taux de croissance de M1 brut réel, chiffres du trimestre précédant le trimestre considéré.

Le taux de croissance sur douze mois de M1, l'agrégat au sens étroit, s'est maintenu aux alentours de 10 % (Graphique 16). Comme les augmentations des encaisses de transaction en termes réels ont constitué par le passé un bon indicateur de la croissance du PIB, ce comportement laisse supposer que l'activité sera très vigoureuse au deuxième semestre de 1996. Toutefois, l'accroissement de M1 est attribuable en grande partie aux taux d'intérêt attrayants qui sont offerts maintenant sur les comptes courants des sociétés. Qui plus est, les prévisions fondées sur l'agrégat M1 en termes réels ont affiché ces dernières années un net biais à la hausse.

À en juger par les prévisions tirées de la modélisation de l'inflation à long terme à l'aide de M1, le taux d'inflation devrait se situer entre 1 et 1 1/2 % au cours des deux prochaines années.

## 5. Conclusions

L'inflation n'a pratiquement pas varié depuis la publication du précédent rapport. Étant donné la persistance d'une importante offre excédentaire au sein de l'économie canadienne, elle devrait demeurer dans la partie inférieure de la fourchette cible de maîtrise de l'inflation au cours des six prochains mois.

Pour ce qui est du moyen terme, la question demeure surtout de savoir si la tendance de l'inflation ne fera pas tomber le taux d'inflation en deçà de la limite inférieure de la fourchette cible de 1 à 3 %. La détente marquée des conditions monétaires qui s'est produite au cours des douze derniers mois accroît la probabilité qu'une forte reprise de l'activité survienne au deuxième semestre de 1996 et au début de 1997. Il est difficile de prévoir l'intensité qu'aura cette reprise, mais, comme il a été mentionné précédemment, on s'attend à ce qu'elle soit appréciable. Toutefois, étant donné que l'offre pourrait rester excédentaire tout au long de 1997 même dans l'éventualité d'une forte reprise, on doit envisager la possibilité que l'inflation glisse sous 1 % d'ici la fin de 1997. Il pourrait alors être nécessaire *à moyen terme* d'assouplir à nouveau les conditions monétaires. En revanche, selon l'évolution future des attentes relatives à l'inflation et la robustesse de l'activité économique (par exemple, si un fort regain de confiance se dessinait chez les consommateurs), la baisse du taux d'inflation, si baisse il y a, pourrait être assez faible et de courte durée.

L'expansion économique au Canada n'est pas encore suffisamment bien enclenchée pour que nous puissions établir avec assurance les risques associés tant à une hausse qu'à une baisse de l'inflation. Nous devrons donc continuer de surveiller de près la conjoncture économique afin de pouvoir déterminer quelles conditions monétaires sont appropriées. Il ne fait aucun doute cependant que l'économie dispose d'une marge suffisante pour que la production et l'emploi progressent vigoureusement sans qu'il y ait recrudescence de l'inflation.

# Bibliographie

Banque du Canada (1991). «Cibles de réduction de l'inflation : Communiqué et documentation à l'appui», *Revue de la Banque du Canada*, mars, p. 3-21.

_____ (1991). «Les cibles de réduction de l'inflation : autres considérations d'ordre pratique et questions de mesure», *Revue de la Banque du Canada*, septembre, p. 3-23.

_____ (1993-1994). «Déclaration du gouvernement et de la Banque du Canada au sujet des objectifs de la politique monétaire», *Revue de la Banque du Canada*, hiver, p. 85-86.

_____ (1995). *Rapport sur la politique monétaire*, Banque du Canada, Ottawa, mai.

_____ (1996). «L'évolution économique et financière récente», *Revue de la Banque du Canada*, été, p.12-13.

Conference Board du Canada (1996). *Indice des attitudes des consommateurs*, automne.

_____ (1996). *Indice de confiance des entreprises*, automne.

_____ (1996). *Survey of Forecasters*, juin.

Consensus Economics Inc. (1991-1996). *Consensus Forecasts*, Philip M. Hubbard, Londres (R.-U.), divers numéros.

Côté, Agathe, Jocelyn Jacob, John Nelmes et Miles Whittingham (1996). «Les attentes d'inflation et les obligations à rendement réel», *Revue de la Banque du Canada*, été, p. 41-53.

Freedman, Charles (1994). «Le recours aux indicateurs et à l'indice des conditions monétaires au Canada», initialement paru en anglais dans *Frameworks for Monetary Stability: Policy Issues and Country Experiences*, publié sous la direction de Tomás J. T. Baliño et Carlo Cottarelli, Fonds monétaire international, Washington, et reproduit dans *La transmission de la politique monétaire au Canada*, Banque du Canada (1996).

_____ (1996). «Le rôle des conditions monétaires et de l'indice des conditions monétaires dans la conduite de la politique», reproduit dans *La transmission de la politique monétaire au Canada*, Banque du Canada, Ottawa.

Lau, Hung-Hay (1996). «Le rôle de la gestion des stocks dans les fluctuations de l'économie canadienne», *Revue de la Banque du Canada*, printemps, p. 31-44.